

UNIVERSITÉ DE GENÈVE

FACULTÉ DES SCIENCES ÉCONOMIQUES
ET SOCIALES

DES EMPRUNTS PAR OBLIGATIONS AUX EMPRUNTS INDEXÉS

THÈSE

PRÉSENTÉE A LA FACULTÉ DES SCIENCES ÉCONOMIQUES ET SOCIALES
DE L'UNIVERSITÉ DE GENÈVE
POUR OBTENIR LE GRADE DE DOCTEUR ÈS SCIENCES ÉCONOMIQUES

par

Fernand-Roger GLASBRENNER

de

Stein (Argovie) et Lancy (Genève)

Thèse N° 160

GENÈVE
IMPRIMERIE KUNDIG
1957

DES EMPRUNTS PAR OBLIGATIONS AUX EMPRUNTS INDEXÉS

THÈSE

PRÉSENTÉE A LA FACULTÉ DES SCIENCES ÉCONOMIQUES ET SOCIALES
DE L'UNIVERSITÉ DE GENÈVE
POUR OBTENIR LE GRADE DE DOCTEUR ÈS SCIENCES ÉCONOMIQUES

par

Fernand-Roger GLASBRENNER

de

Stein (Argovie) et Lancy (Genève)

Thèse N° 160



GENÈVE
IMPRIMERIE KUNDIG
1957

Genève, le 22 mars 1957.

La Faculté des Sciences économiques et sociales de l'Université de Genève, sur le préavis d'une commission formée de MM. les professeurs Pierre Folliet, William-E. Rappard et Claudius Terrier, autorise l'impression de la présente thèse, sans entendre par là exprimer d'opinion sur les propositions qui y sont énoncées.

Le Doyen de la Faculté:

C. TERRIER.

Thèse n° 160.

*Le candidat tient à remercier chaleureusement
Messieurs les membres de la commission d'examen
de leurs conseils et de leur assistance.*

*Il leur sait un gré particulier de lui avoir ouvert
l'accès à de précieuses sources de documentation.*

AVANT-PROPOS

Le retentissement de certains emprunts français récents, qui ont largement fait appel à la notion d'index, a jeté une lumière nouvelle sur le rattachement des obligations à des unités économiques plus stables, si possible, que celles généralement usitées: le franc, ou tout autre étalon monétaire.

Dans son essence, le problème n'est pas nouveau. Mais les solutions pratiques, que les conseillers financiers des entreprises privées ou des administrations publiques ont su trouver sous la pression des circonstances, montrent à l'évidence que l'esprit n'est jamais à court de ressources dans le domaine des garanties économiques et sociales: en temps de dépréciation monétaire accusée, l'emprunteur peut encore offrir au prêteur circonspect des assurances inédites contre les effets préjudiciables du nominalisme intégral.

La vogue contemporaine des clauses d'échelle mobile et des conventions rattachées au coût de la vie, a assuré le succès des emprunts indexés. Le terme a fait fortune en peu de temps, donnant naissance à un concept d'autant plus vague qu'il est plus récent. Les valeurs indexées sont devenues un lieu commun, groupant en général toutes les sortes d'obligations dont le capital ou le revenu ne sont plus rigoureusement invariables.

Notre propos n'est pas d'examiner en détail toutes les réalisations dernières, ou toutes les solutions connues, ni toutes les innovations possibles. Nos intentions sont moins ambitieuses, et se restreignent à envisager, dans une première partie, le cadre technique dans lequel s'inscrit cette question. Dans une deuxième phase, nous décrivons les circonstances de fait se trouvant à l'origine du recours aux titres indexés. Nous dissertons ensuite, dans la troisième partie, sur la pratique contemporaine des obligations garanties, en approfondissant nos vues sur cette question particulière, sans songer toutefois à épuiser ses innombrables aspects.

Nous souhaitons que cette modeste contribution à l'étude d'un intéressant sujet d'économie financière mette mieux en lumière les particularités de cette ressource ingénieuse que présente le recours au rattachement des emprunts par obligations à un index.

INTRODUCTION

I

La cadence à laquelle se sont succédé les dévaluations au cours des trois dernières décennies, les multiples effondrements monétaires auxquels nous avons eu l'occasion d'assister, la quasi permanence d'un régime de cours forcé avec, pour corollaire, l'inconvertibilité de la plupart des monnaies, les innombrables manifestations d'un contrôle des changes généralisé, son renforcement dans l'après-guerre immédiat, ont fait reconnaître dans de nombreux pays, après un siècle de stabilité, des doutes très sérieux à l'endroit des étalons monétaires traditionnels, toujours en butte à la *dévaluation*.

Mais la monnaie, ce bien économique par excellence des mercantis, n'a de valeur, d'après le courant dominant de la doctrine contemporaine, que par le droit qu'elle confère de pouvoir disposer d'une part déterminée du produit social global ¹. En d'autres termes, la détention de monnaie conditionne la jouissance d'un « pouvoir d'achat », dont l'importance est proportionnée au montant disponible et à la qualité intrinsèque de chaque unité.

La dévalorisation (état de fait) de même que la dévaluation (état de droit) diminuent le pouvoir inclus dans chaque unité monétaire d'acquérir des marchandises ou des services, en réduisant la valeur de la monnaie fiduciaire par rapport à l'or, selon la théorie classique, ou l'importance de la créance des porteurs par rapport à la somme totale des droits de disposer sur l'ensemble des biens et services disponibles, selon les Modernes.

Mais les effets de ces changements ne se restreignent malheureusement pas aux seules monnaies: de proche en proche, toute l'économie s'en ressent, à des degrés divers comme bien on peut le

¹ H. MATHIEU, *Physiologie de la monnaie*. Paris, 1946, pp. 114 et 138.

supposer. Dans de rares domaines, ils entraînent une plus-value; dans d'autres, ils apportent eux-mêmes leur correctif; ailleurs, leur apparition peut encore déclencher des mouvements compensateurs. Mais, dans la grande majorité des cas, ce sont des pertes manifestes qu'elles occasionnent.

En quelques considérations d'ordre historique, destinées à démontrer l'ancienneté de la dévaluation, rappelons en premier lieu les édits monétaires. Tout au long du Moyen âge et de la Renaissance — et jusqu'à la Révolution de 1789 — ils augmentèrent sans cesse la taille, ou nombre des pièces de monnaie tirées légalement d'un poids de métal défini. Cet artifice, visant à réduire astucieusement le passif du souverain, consistait tout simplement à rembourser les sommes empruntées au moyen d'unités monétaires de même nom, mais de définition plus légère (en poids ou en titre) ¹.

Au-delà de la période sus-mentionnée, et sans vouloir remonter indéfiniment dans le passé pour découvrir des témoignages irréfutables de la haute ancienneté du fait, il nous plaît d'insérer ici un rappel à l'enseignement de notre professeur d'histoire économique ². Il démontrait en particulier que les fameuses « chouettes athéniennes » (tétradrachmes), de même que les « tortues d'Egine » (la ville rivale de la capitale hellénique), ne purent émerger de la masse des monnaies émises par les nombreuses cités de l'antiquité gréco-phénicienne que grâce à leur honnêteté, à leur loyauté, et à la sécurité qu'assurait l'immutabilité de leur poids et de leur titre (450 av. J.-C.).

Ces quelques qualités, définissant des valeurs fort anciennes, résument par avance les caractères que l'on voudrait pouvoir reconnaître aux titres de créance en général, aux obligations et fonds d'Etat en particulier, et par extension au crédit public lui-même.

S'il est certain que la dépréciation du pouvoir d'achat des monnaies est un phénomène ancien, il n'en reste pas moins qu'elle s'est reproduite au cours de la période contemporaine, avec une fréquence

¹ R. SÉDILLOT, *Le franc, histoire d'une monnaie, des origines à nos jours*. Paris, 1953.

² A. BABEL, Chaire d'histoire économique de l'Université de Genève.

et une intensité tout à fait exceptionnelles. Pour le démontrer, nous reprenons ci-après quelques données chiffrées se rapportant à la France, pays dont les innovations en matière d'emprunts publics nous ont inspiré le thème du présent ouvrage. Dans un traité documenté à souhait ¹, R. SÉDILLOT calcule la perte de valeur du franc français par tiers de siècle (ou autrement dit par « génération »):

au cours des quinze siècles ayant précédé la royauté de Saint Louis, l'unité monétaire perdit en moyenne 2,1 % de sa valeur par tiers de siècle;

de Saint Louis à 1914 (6½ siècles)	4,9%
de 1914 à 1952 (un tiers de siècle)	99,4%

Ces chiffres sont suffisamment éloquents pour se passer de commentaires.

Nous nous sommes intentionnellement attardé sur le facteur monétaire dans cette présentation de notre thèse, car en lui réside l'une des causes majeures de l'apparition des emprunts indexés. Il concentre en effet toutes les particularités du système économique dominant notre ère, lequel est précisément caractérisé par l'adjectif *monétaire*. (Citons, en passant, à propos de ces remarques, un aphorisme de G. CASSEL: « Il n'y a pas d'économie sans monnaie » ².) Mais nous n'avons pas fini pour autant d'introduire notre sujet auprès de nos lecteurs.

II

Si le pouvoir d'achat des monnaies s'est tant avili au cours des dernières décennies, c'est pour une bonne part en raison des récentes conflagrations. Elles ont dévasté l'Europe, en particulier, à deux reprises durant cette première moitié du xx^e siècle. Par leur extension, et par l'ampleur à peine croyable des moyens mis en œuvre, elles ont entraîné des destructions effroyables. Les deux dernières guerres, que l'on a qualifiées à juste titre de *mondiales*, furent plus après que toute autre: en plus de leur étalement dans le temps et

¹ *Le franc, op. cité*, p. 4.

² H. MATHIEU, *op. cité*, p. 147.

dans l'espace, elles portèrent atteinte, en profondeur, à l'organisation économique et politique des nations. De militaire qu'elle était, la lutte totale étendit ses ravages aux arrières, et devint civile, industrielle, commerciale et financière. L'appauvrissement général et la détresse universelle en résultèrent, dépassant outre mesure le tribut de sang et de richesses payé annuellement au dieu Mars. La fortune des Etats s'en ressentit considérablement, et les monnaies aussi !

La reconstruction, avec reconversion et restauration de l'économie, renouvellement et modernisation de l'équipement, requit la mise en œuvre d'immenses capitaux. Or, de nos jours, il n'est pas question de les demander aux vaincus sous la forme d'indemnités ou de rançon, car la guerre *ne paie plus*. Le second moyen de faire fond aux finances par les conquêtes sur les ennemis¹ n'est plus actuellement qu'un souvenir historique.

De son côté, l'impôt touche à la limite de ses possibilités et confine souvent à la confiscation pure et simple des excédents ; il n'offre dès lors que des ressources insuffisantes pour réaliser les vastes programmes de l'Etat. Ce dernier essayera donc de recourir à l'emprunt. Mais encore faut-il que son crédit soit de qualité ! En effet, si la monnaie, premier indice de la santé publique, a fléchi comme nous le supposons plus haut, les prêteurs ne seront pas légion. Impérieusement sollicités durant le conflit, rendus défiants par des expériences cruelles et renouvelées, les détenteurs de capitaux ne se contenteront vraisemblablement plus de taux alléchants et autres avantages d'ordre purement financier. A l'instar des travailleurs qui, pour la plupart, ont réussi à s'assurer le maintien du niveau réel de leur salaire, avec ajustement quasi automatique (échelle mobile), les prêteurs vont s'efforcer de faire comprendre aux emprunteurs qu'ils désirent bénéficier, eux aussi, d'une garantie concernant la stabilité du pouvoir d'achat des fonds prêtés et de leurs revenus. A défaut, ils s'abstiendront d'ouvrir leur bourse et se tourneront de préférence vers la thésaurisation, ou recourront à l'acquisition de biens matériels ou de marchandises.

¹ J. BODIN, *Les six livres de la République*. Paris, 1580, p. 856.

Ainsi posée, la question ne s'adresse pas seulement à l'Etat, mais aussi à toute entreprise privée en mal de capitaux pour mener à bien son développement.

III

Un problème similaire se pose aux épargnants, sous la forme d'une impossible découverte de valeurs sûres, tant au point de vue rendement du prêt que solvabilité de l'emprunteur, liquidité des titres, ou conservation de leur pouvoir d'achat (en principal et en revenu).

Parmi les possibilités de placement offertes, comprenant d'innombrables catégories de titres, nous retenons surtout le groupe des valeurs *pupillaires*. Elles se caractérisent avant tout par la prédominance de l'élément sécurité, accompagnée d'un revenu modique mais sûr. Répondant aux désirs de masses peu versées dans les secrets de la finance, peu aptes à la surveillance astreignante d'un portefeuille bien assorti, à l'étude systématique de la situation et des perspectives de ses éléments constitutifs, ces valeurs l'emportent par un argument fondamental et décisif : sécurité d'abord ! que le fonds soit assuré, voilà bien l'essentiel ; l'intérêt ne vient qu'en second lieu.

Or qu'y a-t-il de plus sûr et de moins périssable que l'Etat ! Cette proposition peut évidemment paraître surprenante au vu des événements politiques survenus au cours de ces vingt dernières années. Sans pousser l'analyse bien loin, nous pouvons cependant être assurés que l'effacement des frontières n'est pas suivi d'une aussi rapide disparition de l'esprit national. Enraciné au plus profond des âmes, il n'attend qu'un moment propice pour se manifester et faire renaître la patrie des ancêtres. La vie des Etats, grands ou petits, est une certitude historique dès que leur fondement semble suffisant et que leur création n'est pas artificielle.

Nous pourrions épiloguer longuement sur ce seul sujet, qui se résume à un acte de foi en la pérennité de la nation à laquelle chacun appartient. Plus que toute autre collectivité, l'Etat mérite le qualificatif de durable, en regard de la longévité humaine surtout. Son

existence est limitée dans le temps, sans doute, mais elle est généralement un multiple élevé de la moyenne de survie des générations. Le prêt fait à un Etat semble donc parfaitement impérissable.

Nous ne croyons pas devoir chercher plus loin l'engouement des masses épargnantes pour les fonds d'Etat, et c'est pourquoi nous vouerons notre attention aux emprunts publics par obligations, sans négliger pour autant les émissions du secteur privé.

PREMIÈRE PARTIE

LES EMPRUNTS-OBLIGATIONS ORDINAIRES

Dans cette première partie, nous nous occupons des éléments techniques d'ordre économique sur lesquels repose toute la pratique des emprunts par obligations (ainsi que celle des rentes et autres fonds d'Etat). Nous examinons les origines de l'emprunt, ses caractéristiques financières, puis passons à des considérations touchant à son existence pratique.

La seconde partie est plus particulièrement réservée à l'étude des phénomènes de dépréciation monétaire, tandis que, dans la troisième, nous mettons en rapport les notions développées dans les deux précédentes, dont la combinaison a donné naissance aux obligations garanties et aux emprunts indexés.

CHAPITRE PREMIER

ORIGINES DES EMPRUNTS PAR OBLIGATIONS

Une classification entre les parties solidaires d'un tout, telles que celles d'un sujet d'économie, ne peut être qu'arbitraire. Le contenu de chaque rubrique pourrait fort bien se trouver sous d'autres étiquettes, suivant le côté par lequel on le rattache à l'ensemble. Notre subdivision part donc d'une intention pratique avant tout : faire le point par petites étapes.

§ 1. ORIGINE MATÉRIELLE : LE VOLUME

Quiconque désire investir d'importants capitaux à des fins de grande production, de biens ou de services, ne se trouve pour ainsi dire jamais en mesure de les détenir à lui seul. Il ne peut guère mieux les obtenir de quelques personnes seulement. D'une façon générale, il lui faut réunir le concours des bourses de nombreux détenteurs de fonds, qui lui resteront vraisemblablement toujours inconnus.

Pour illustrer ces dires, il nous suffit de rappeler l'essor des compagnies de chemins de fer durant la Révolution industrielle. Sans la participation du grand public venant étayer certains promoteurs audacieux, la fortune des quelques magnats ayant entrevu les estimables services que pouvait dispenser l'alliance de la vapeur et du rail, n'aurait jamais suffi à financer les énormes travaux d'établissement d'un réseau dense et étendu. Le volume des capitaux à investir impliqua le recours à des tiers, en suivant les méthodes de concentration des apports, telles que la fondation de sociétés par actions, ou l'émission d'emprunts obligataires.

§ 2. ORIGINE HISTORIQUE

Les exemples ne font pas défaut pour esquisser la genèse de l'emprunt d'Etat ou de l'emprunt par obligations.

A l'endroit du premier, il suffit de penser aux grands financiers de la Renaissance, tels Jacques Cœur ou la dynastie des Fugger, pour nous assurer déjà quatre à cinq cents ans d'archives. Au-delà de cette période, nous trouverions certainement mille cas d'espèce tout aussi probants. A cette époque, l'emprunt public était marqué d'un cachet bien particulier, en raison précise de la personification de l'Etat dans l'existence même de son chef; ce fut l'âge d'or de la royauté absolue. La révolution de 1789 modifia ce caractère, et la prise de conscience publique, fondement des Etats modernes, entraîna la disparition de l'absolutisme et l'atténuation des inégalités, et fit passer le prêt de la tête du roi sur la collectivité publique.

Quant à l'emprunt par obligations, subdivisé en de nombreuses part répandues dans le public, nous ferons appel à quelques rudiments de l'histoire moyenâgeuse, plus spécialement à celle du développement des villes. Ces dernières étaient habitées par des bourgeois et artisans aux ambitions moins vastes mais aux ressources mieux fondées que celles de la noblesse, menant un train de vie inférieur au niveau de leurs revenus, à l'encontre des usages adoptés par la classe dominante. Peu à peu, les cités s'acquirent, par lettres de franchises, une liberté qui leur conféra le statut de véritables communautés de droit public plus ou moins indépendantes. Les charges qui leur furent parfois imposées, les sacrifices auxquels elles durent accidentellement se résoudre, les engagements qu'il leur fallut accepter en de certaines circonstances, et pour des montants dépassant leurs possibilités dans l'immédiat, les contraignirent à la répartition du fardeau entre leurs membres. Elles leur *empruntaient* alors, suivant la capacité contributive de chacun, et nous retrouvons ici le concours des bourses. Plus loin, nous verrons les affinités entre ces emprunts répartis autoritairement, autrement dit emprunts *forcés*, et l'impôt: leur remboursement, problématique et aléatoire, conduit plutôt à la pensée d'un sacrifice exceptionnel

— l'irréouvrable part du feu —, qu'à celle d'un prêt temporaire soldé par une restitution.

Il nous reste encore quelques mots à dire de l'apparition de l'obligation comme titre représentatif d'une part d'emprunt. Il semble que le terme « obligation », employé avec l'acception particulière de papier-valeur, remonte à l'an VIII (Consulat, 1799)¹. Il servait à désigner des billets à ordre payables chaque mois, que le gouvernement se faisait remettre par les receveurs généraux pour leur contingent d'impôts à percevoir, et qu'il escomptait ensuite. Les affinités existant entre les diverses formes d'emprunts rendent difficile la précision d'un lieu et d'une date. Et ce d'autant plus qu'un point d'honneur national fait passer sous silence, aux économistes historiens, certains détails d'exécution qui sont pourtant des caractéristiques déterminantes. Sous la forme connue de part d'emprunt, l'obligation — se séparant des émissions de rentes et des placements en viager, et se rapprochant par ailleurs de l'action — apparut sur le marché financier des valeurs d'Etat dans le dernier quart du XVIII^e siècle. Elle se rencontre ensuite, dans le secteur privé, dès le début du XIX^e, pour atteindre son plein épanouissement dans la seconde moitié du XIX^e.

§ 3. ORIGINE FONCTIONNELLE: LA RÉPARTITION DANS LE TEMPS

Après un aperçu de la distribution des obligations dans l'espace, c'est un principe de *répartition dans le temps* que nous avons inscrit en tête de ce paragraphe. La documentation historique n'est pas abondante sur ce sujet, ni riche en enseignements; cela tient au fait que, dans le passé, les charges ressortissaient bien plus souvent à la contribution publique volontaire ou forcée, donc à l'impôt, plutôt qu'à l'emprunt.

De même que l'on distingue l'escompte de l'intérêt, il y a lieu de séparer, pour l'emprunt également, la fonction d'anticipation de celle de répartition. Pour plus de clarté, nous traitons l'une et l'autre dans des sections séparées.

¹ G. JEZE, *Cours de finances publiques*. Paris, 1925, p. 259.

§ 4. LA FONCTION D'ANTICIPATION

Elle comporte deux variantes, se rapportant l'une au revenu, l'autre au capital.

L'anticipation de revenu correspond à la capitalisation par avance de rentrées espérées, à l'escompte de recettes, ou à la mobilisation d'impôts futurs. L'emprunt (dans le sens d'une avance à court terme), est ici une solution de secours pour remédier à l'insuffisance de l'impôt, ou à un ralentissement de la cadence des rentrées, face à l'accroissement des dépenses. Cette pratique onéreuse appelle plusieurs remarques :

- 1° en saine gestion, elle ne devrait pas dépasser le montant des rentrées attendues ;
- 2° une fois ces dernières arrivées, elles devraient honnêtement être affectées au remboursement immédiat des avances ;
- 3° mais ces beaux principes se heurtent, dans le secteur public, à la complexité de la comptabilité d'Etat, à l'ampleur de la masse des fonds en mouvement, à sa dépendance de l'évolution de la conjoncture, à la multiplicité des échéances, et à la difficulté de déterminer avec suffisamment de précision les sommes attendues ;
- 4° puis ces mêmes principes sont aussi contrebattus par certaine tournure d'esprit et de morale particulière aux échelons supérieurs du Pouvoir ; l'intérêt général, hissé au-dessus des tracasseries journalières, modifie l'optique humaine, et déforme des jugements les mieux établis.

Nous venons de toucher au problème de la dette flottante ¹. Si le rendement des impôts est inférieur aux prévisions, ou si les

¹ Ce problème ne se pose pour ainsi dire jamais dans l'économie privée, car aucune rentrée ne pourra jamais être comparée en volume avec la somme des impôts perçus. De plus, le recours à l'emprunt obligataire n'y serait pas rationnel, sans compter qu'il existe des établissements dont la fonction est précisément d'octroyer des avances sur toute créance fixe, ferme et sûre : les banques. Enfin, l'entrepreneur veille à sauvegarder son indépendance, en finançant entièrement de ses propres deniers la totalité de ses investissements productifs, ou le fonds de roulement tout au moins.

recettes subissent des retards, ou encore si leur montant est dévolu à d'autres fins que le remboursement de l'avance, la restitution des sommes empruntées ne pourra se faire que moyennant un nouvel emprunt (conversion). Ainsi la dette subsiste, *flotte*, jusqu'à ce que l'irrégularité manifeste de la situation, ou plus simplement le déséquilibre structurel, rende nécessaire l'opération dite de *consolidation*. On ne consolide pas telle situation par un paiement, mais on substitue à l'emprunt flottant à court terme un emprunt ferme par obligations, émis avec échéance lointaine si possible, à un moment où le taux de l'intérêt est favorable sur le marché de l'argent.

L'anticipation de capital. La fonction d'anticipation atteint une forme beaucoup plus remarquable lorsqu'elle s'adresse au capital, car elle permet la réalisation d'ouvrages gigantesques privés ou publics, de grande utilité présente ou future. Alors que l'entreprise privée résout le problème du financement en assurant le service de la dette au moyen d'une part des recettes tirées de cette grande œuvre, l'Etat n'entreprend généralement de tels travaux qu'à seule fin de service public (gratuit, ou faiblement rémunéré pour en éviter un usage abusif).

Des raisons politiques ou sociales motivent cette création d'un passif sans droit apparent à une contre-partie financière simultanée, équitable ou même modique, et l'absence de rentrées adéquates dans l'immédiat modifie forcément les aspects de la question. Les grands travaux d'édilité ont pour corollaires successifs un accroissement du bien-être général, une augmentation du potentiel productif, un développement de la prospérité nationale, et, par voie de conséquence, un progrès corrélatif des rentrées fiscales.

Le décalage entre l'époque d'investissement et celle des surplus d'impôts, de même que l'impossibilité de reconnaître l'effet particulier de tel investissement au sein des recettes globales, nous permet de lever ainsi le voile sur l'une des origines de la Dette publique. Pour pallier des difficultés évidentes de trésorerie, et pour répartir équitablement la charge financière entre la génération présente et celles qui profiteront aussi du bien envisagé, la formule de l'emprunt à moyen ou long terme s'impose. Ceci nous amène tout naturelle-

ment à parler, dans le cadre de la distribution dans le temps, de la fonction de répartition.

§ 5. LA FONCTION DE RÉPARTITION DANS LE TEMPS ¹

Il n'y a pas symétrie entre l'anticipation et la répartition: l'une se subdivise en deux (court terme pour le revenu, long terme pour le capital), tandis que l'autre reste entière (répartition à échéance lointaine seulement). Le nœud du problème se présente sous la forme d'une alternative: impôt ou emprunt, amortissement total et rapide ou échelonnement des charges dans l'avenir.

Nous nous trouvons en présence d'une question cruciale de finances publiques: les arguments parlant en faveur de l'une des solutions sont ceux-là même qui devraient lui faire préférer l'autre. A ce propos, on entend souvent répéter qu'en s'engageant trop fortement dans la voie de l'emprunt, une génération fait supporter aux suivantes une large fraction de la charge qui devrait lui incomber. Cette image très suggestive mérite l'analyse que voici:

- a) il est certain que les biens créés profitent effectivement aux générations suivantes;
- b) mais ils leur sont moins nécessaires que ne le suppose celle qui les a réalisés, car elle les surestime à raison du besoin qu'elle en ressentait; d'un autre côté, ils sont tout de même plus utiles que ne le croient celles qui en bénéficient aussi, car elles sont habituées à en jouir et n'en ont pas connu l'absence;
- c) en d'autres termes, l'étalement du remboursement devrait correspondre au degré d'utilité pour chaque époque, et la dernière annuité devrait coïncider avec la limite d'utilisation du bien en cause ².

¹ G. JEZE, *Le remboursement des emprunts publics d'Etat*. Paris, 1925.

² Nous aurons l'occasion de revoir cet argument au chapitre IX, à propos du principe de la concordance des amortissements d'usure avec les amortissements financiers.

- d) En outre, les générations futures ne *paient* pas aux précédentes, comme pourrait le faire supposer une interprétation trop littérale; il n'y aura simplement que des contribuables chargés plus lourdement que les précédents;
- e) relevons encore que la génération qui investit se prive d'une jouissance immédiate; elle aurait pu employer ses disponibilités monétaires à des satisfactions moins durables; peut-être a-t-elle même forcé son intention d'épargne, et s'est-elle privée pour atteindre le but envisagé.
- f) En contrepartie, elle s'est acquis des titres de revenu, et encaisse des coupons d'intérêt dont la substance est formée par des contributions publiques (puisque l'investissement n'est pas directement rémunérateur); nous ne parlons pas du remboursement de la dette, qui souvent est résolu par le moyen d'un nouvel emprunt (renouvellement ou conversion), méthode sur laquelle se prononcera la génération suivante qui choisit à son tour entre l'impôt et l'emprunt;
- g) le bien créé et les titres de rente, les revenus supplémentaires et les impôts accrus, passeront *in globo* aux héritiers, ces « générations futures », qui jouiront, posséderont, encaisseront et paieront; les positions restent donc les mêmes, le cas d'amortissement du capital étant réservé.
- h) Il n'y aura en conclusion qu'une augmentation de la charge globale du fait de l'intérêt et des frais, et une modification dans la répartition des impôts et des revenus, la classe épargnante étant au bénéfice de surplus (produit de l'emprunt) que paie la classe imposable.

Dans quelle mesure ces deux groupes se recouvrent-ils ? Nous ne pouvons répondre, mais émettons une appréciation : si le caractère *contribuable* l'emporte trop nettement sur celui d'*épargnant*, il y aura certainement réaction, par voie législative ou même anti-constitutionnelle, dans le sens d'une réduction équitable ou arbitraire des charges.

Somme toute, nous ne voyons que la possibilité de répondre affirmativement à la question « faut-il vraiment rembourser ? », car

nous voulons nous placer dans une position qui soit équitable pour chacun. Tel ne serait évidemment pas le cas si nous options pour la négative, et laissons au temps le soin d'annihiler la dette (nous ne disons pas *amortir*, ce que nous expliquerons dans la seconde partie). Les épargnants supporteraient alors tout le poids des réalisations financées par emprunts, pour ce qui a trait au principal, tandis que la charge des intérêts seulement serait reportée sur l'ensemble des contribuables.

Sans plus arguer, nous dirons que, en bonne économie, les dettes doivent s'éteindre; des raisons majeures, tant économiques que psychologiques, s'opposent à toute autre solution. Et ceci sans compter qu'il est toujours recommandable à quiconque, Etat ou particulier, de conserver des ressources et des issues de secours pour les cas d'urgence, les périodes d'imprévus et de difficultés, d'autant plus désagréables lorsqu'elles sont inattendues.

Enfin, le recours excessif à l'emprunt sans remboursement, ainsi devenu perpétuel, finirait par faire décrier cette sorte de prêt, alors qu'il existe une multitude de combinaisons répondant mieux aux goûts de chacun. En effet, nombre d'épargnants n'envisagent pas de placement doublé d'une aliénation définitive de leur capital.

Avant de terminer, citons encore, pour mémoire, le principe qui préconise la couverture des dépenses courantes par l'impôt, en réservant l'emprunt à celles dites extraordinaires.

§ 6. ORIGINE POLITIQUE ET SOCIALE

La socialisation de l'économie, prônée depuis des temps immémoriaux par certains philosophes et économistes détracteurs de la propriété privée, a fait des progrès notables après la guerre de 1914-18, et bien plus remarquables encore après le dernier conflit de 1939-45.

Il semble donc que les mouvements sociaux s'accroissent après les années de coexistence dans le danger et de coude à coude dans l'inactivité, durant lesquelles l'homme n'a d'autre distraction, entre les périodes de combat, que les entretiens avec ses frères d'armes, la discussion de leurs idées et la méditation de leurs problèmes. La vie en groupe diminue le particularisme, amoindrit les oppositions,

est génératrice d'un rapprochement des esprits; l'union contre un ennemi commun, l'esprit de sacrifice, les sentiments de communion intime exhalés durant les instants de péril imminent, rapprochent les individus et concourent à niveler les inégalités.

Le socialisme profite à chaque coup de ces grands courants de sympathie fraternelle, accompagnés d'unification; les idées dites avancées font ainsi leur chemin, et, aidées par des circonstances matérielles favorables, elles se cristallisent ensuite sous la forme des grandes réalisations économiques et sociales d'après-guerre.

Ainsi les tendances qui perçaient à peine en 1914 se sont mûries dans l'entre-deux-guerres, et celles qui s'ébauchaient en 1939 se sont affirmées plus tard avec l'autorité que donne l'expérience. L'économie de guerre, avec unifications, répartitions, contingentement, rationnement, contrôles multiples, planification, entreprises d'Etat, etc., impliqua une collaboration étroite entre tous les membres des collectivités. Cette collaboration subsista sous de multiples formes, même après la démobilisation de l'économie qui en resta spirituellement tout imprégnée:

- comités d'entreprise, de gestion, de direction;
- participation des ouvriers, des employés, des consommateurs à l'administration, à la productivité, aux profits;
- « intéressement » du personnel, des usagers;
- communautés de travail, « actionnariat » public, ouvrier, salarié;
- affermage des entreprises, gestion communautaire, extension des œuvres sociales, ...¹

voilà autant d'éléments dérivés d'un même courant, celui de la démocratisation de l'économie, avec attribution à la collectivité (ou à certaines parties de celle-ci seulement) des marges que semblaient se réserver quelques privilégiés jouissant de monopoles plus ou moins bien établis². Cet ensemble de faits conduisit, non sans quelque enthousiasme éphémère, aux socialisations, nationa-

¹ P. LASSÈGUE, *La réforme de l'entreprise, étude critique sur les possibilités d'une « tierce solution »*. Thèse Paris/Toulouse, 1948.

² R. GENDARME, *L'expérience française de la nationalisation industrielle et ses enseignements économiques*. Thèse, Nancy, 1949; Charleville, 1950.

lisations et étatisations, dont se sont enorgueillis les gouvernements venus au pouvoir après la fin des hostilités ¹.

En théorie, on dépouille apparemment les propriétaires des industries-clés et des services d'importance vitale pour la nation; en droit, on transfère leurs biens à la communauté (Etat, société ou nation); économiquement parlant, on substitue un organisme d'Etat ou d'économie mixte aux anciens détenteurs, moyennant dédommagement ². Cette pratique implique la nécessité de trouver de nouveaux fonds, aux fins d'indemnisation, et entraîne un nouvel appel à l'emprunt (l'énormité des montants exclut évidemment toute autre solution, si l'on veut exclure le recours à l'usurpation pure et simple).

Les industries et services socialisés ne doivent pas interrompre pour autant leur développement; bien au contraire, on attend d'eux beaucoup plus que précédemment. Il en résulte donc la nécessité d'investir de nouveaux capitaux, et le financement de ces immobilisations contraint l'Etat à emprunter encore, à moins que, dans le cadre d'une politique décentralisatrice de « *débudgétisation* » des investissements, il ne laisse à des organismes ou régies créés aux fins d'exploitation le soin d'emprunter eux-mêmes, ce qui revient pratiquement au même ³.

¹ Le recul seul permettra de juger si l'application a justifié les raisons théoriques; des réserves doivent en tout cas être émises, vu les développements imprévus causés par certains à-côtés politiques. Dans une thèse publiée en 1948 sous les auspices de la Faculté de Droit de l'Université de Paris: *Essai sur la gestion des mines nationalisées, en Europe*, J. GRONDEIN fait part de ses doutes, fondés sur l'observation de faits irréfutables; sans vouloir citer d'autre référence que celle de la presse quotidienne, nous ajouterons que les nombreux articles parus au sujet des expériences anglaises et allemandes, par exemple, ne reflètent pas non plus que des sentiments admiratifs.

² H. LAUFENBURGER, « Peut-on indéfiniment élargir le secteur public ? L'expérience française », *Revue suisse d'économie politique et de statistique*, 87^e année, fascicule 1, 1951.

³ Une politique concertée d'autofinancement ne semble pas possible, car il est douteux qu'elle soit compatible avec la tendance à la compression des prix de vente des produits et services que pratiquent les gouvernements et leurs émanations; de plus, il est reconnu que l'autofinancement ne dispense ses bienfaits qu'à longue échéance, alors que dans les entités envisagées, le besoin est quasi immédiat.

Outre ces investissements publics, mention doit être faite de la reconstruction, qui nécessita également force capitaux. Pour coordonner rationnellement cette importante tâche, l'Etat dut les rassembler lui-même : toujours l'emprunt.

Enfin ne perdons pas de vue que les théories économiques les plus récentes attribuent à l'Etat moderne de nouvelles fonctions politiques et sociales, dont l'ampleur dépasse sans mesure l'*open market policy* ou les *fonds de soutien des rentes*. La redistribution des revenus, les transferts de pouvoir d'achat selon des plans adaptés aux besoins des circonstances, la lutte contre les crises, l'interventionnisme sous ses innombrables formes, la planification de l'économie, de même que toutes autres mesures de politique économique, similaires ou dérivées, impliquent la présence de l'Etat et surtout de ses importantes masses de manœuvre ¹. Or il ne saurait pas se les procurer par l'impôt seulement.

§ 7. ORIGINE ÉCONOMIQUE

Les besoins de l'Etat sont immenses, tandis que ses ressources sont mesurées. Pour le constater de manière irréfutable, il nous suffit d'examiner brièvement les moyens de faire fond aux finances, en reprenant par exemple la classification adoptée au xvi^e siècle par l'un des précurseurs de la science des finances publiques ².

I. Le domaine de la république (le moyen le plus honnête et le plus sûr). Après une période de carence dans l'histoire, le domaine tend à se reconstituer, mais sans apporter vraiment de bonnes ressources. Notons d'abord qu'il est en grande partie affecté aux besoins des services publics. De plus, par l'orientation sociale de ses productions et les fins de service poursuivies, l'Etat n'a évidemment pas tendance à être bon industriel ni bon commerçant ; la complexité de son organisation bureaucratique l'empêche tout autant d'être bon administrateur. Nous ajouterons, pour mémoire, le facteur poli-

¹ H. BROCHIER, *Finances publiques et redistribution des revenus*. Paris, 1950.

² J. BODIN, *op. cité*.

tique (les partis), et pourrons nous abstenir d'autres remarques à l'endroit des revenus du domaine.

II. Les conquêtes sur les ennemis. Nous avons déjà traité ce sujet dans la seconde partie de notre introduction et conclu par la négative. La possibilité de faire payer le vaincu disparut avec le siècle dernier, au moment où se posa le problème quasi insoluble du *transfert*. La rançon n'est plus dès lors que symbolique.

III. Les dons (et legs) des amis. Signalés comme rares au temps de BODIN déjà, ils sont généralement la cause de débours nouveaux, d'entretien ou de gestion. En effet, il s'agit plus souvent de legs en nature, enrichissant le patrimoine spirituel de la nation, et mieux aptes à conserver la mémoire du bienfaiteur, que de dons en bonnes espèces faisant tant défaut à l'Etat.

IV. Les pensions ou tributs des alliés. Ces sources ont reparu depuis peu, et nous citerons par exemple l'aide et l'assistance que les Etats-Unis d'Amérique dispensent à une infinité de nations, pour des motifs extrêmement variés. Le caractère temporaire de ces contributions à bien plaire est patent: elles ne dépendent que d'une conjoncture économique momentanément des plus favorable pour qui les prodigue.

V. Le trafic (la trafiquerie). Sous ce titre se rangent les monopoles, dont le haut degré de rentabilité est universellement reconnu. Les entreprises d'Etat et services nationaux s'apparentent à ce groupe, mais la similitude ne s'étend pas à la qualité de leurs résultats financiers. Vu leur base « monopolaire », fondée sur le droit régalien, ne devrions-nous pas classer aussi sous cette rubrique les opérations sur le numéraire, les émissions de monnaie métallique ou fiduciaire, dont la circulation est régie par promulgation du cours légal ou du cours forcé ? Un chapitre entier sera réservé plus loin à ce sujet (cf. chap. IV).

VI. Faire fond sur les marchands apportant ou emportant des marchandises. Ce moyen, utilisé dans tous les pays du monde, est de très grand rapport.

VII. Les impôts des sujets. Ils représentent la majeure partie du revenu des Etats modernes. La proche parenté de l'emprunt

et de l'impôt a conduit BODIN à citer celui-ci sous ce septième et dernier titre; mais il en restreint l'emploi aux seuls cas où le roi est acculé. Nombre de juristes et de financiers approuvèrent sans réserve cette façon de voir, qui demeura l'opinion dominante jusqu'à la grande crise des années 1929-1932. Dès cette époque, l'emprunt n'est plus une possibilité à garder en réserve, et passe définitivement au premier plan des facteurs actifs de la politique économique.

En résumé, sur les trois catégories classiques de rentrées ¹, les *revenus proprement dits* sont négligeables, de même que la plupart des *taxes* ², en regard du montant des *impôts* prélevés d'office sur les biens et revenus des personnes physiques ou morales, lorsqu'elles les acquièrent ou les dépensent.

Quatre titres de ressources véritables restent donc en ligne:

- 1) les impôts, dont l'accroissement incessant conduit à la résistance passive, à la dissimulation, à la fuite devant la taxation ³, et légitime même aux yeux de beaucoup la fraude pure et simple, dans les cas flagrants de confiscation;
- 2) les monopoles, dont le rendement ne peut être accru indéfiniment sans risquer d'entraîner l'abstention ou de susciter des manœuvres équivoques, puis de l'opposition;
- 3) les douanes, qui connaissent les mêmes limites que les monopoles;
- 4) les opérations sur numéraire (la dévalorisation et la dévaluation).

Puis, en sus, lorsque les sorties dépassent les rentrées ⁴, une pseudo-recette: l'*emprunt*, pour suppléer en partie à l'insuffisance de la fiscalité, ou, autrement dit, pour répondre aux demandes temporairement exagérées, surchargeant le budget ordinaire hors de toute proportion.

¹ G. JEZE, *Le remboursement des emprunts...*, op. cité.

² Hormis les droits de douane perçus sur les marchandises franchissant les frontières.

³ E. ALLIX, *Traité élémentaire de science des finances et de législation financière française*. Paris, 1927, p. 779.

⁴ Ce qui est malheureusement souvent le cas, réserve faite toutefois des années économiquement très florissantes, où les surplus exceptionnels d'encaisses finissent tout de même par excéder les dépassements budgétaires, habituels du côté des dépenses.

CHAPITRE II

TECHNIQUE DE L'EMPRUNT PAR OBLIGATIONS

Dans les lignes qui suivent, nous passons en revue diverses notions caractéristiques de technique financière se rapportant aux emprunts par obligations en général. Bien qu'elles ne soient pas particulières aux valeurs indexées, qui nous préoccupent plus spécialement, nous nous devons de les citer pour la clarté, la concision, et la meilleure compréhension des chapitres ultérieurs. Nous aurons l'occasion de constater, au cours de ce chapitre, que peu d'éléments pris séparément sont vraiment originaux en soi ; mais leur ensemble, par contre, présente un cachet particulier très distinctif.

§ 1. VOLUME DE L'EMPRUNT

Ce caractère quantitatif a déjà été examiné plus haut ¹ ; notons encore que le recours à une méthode nécessitant l'intervention d'une importante organisation administrative, propre ou étrangère à l'emprunteur, connue de chacun et digne de confiance, est une source de débours dont ne peuvent s'accommoder des opérations de faible importance. En effet, le placement de l'emprunt, le paiement régulier des arrérages, l'impression soignée de titres difficilement imitables, l'acquittement des impôts, taxes et droits sur les émissions, sur les obligations, et sur leurs coupons, puis la cotation en bourse, les publications légales, les appels au remboursement, etc., sont autant de causes de frais, qui ne se justifieraient pas si le montant total n'était très volumineux. Un modeste emprunt ne pourra jamais s'accommoder d'une telle complexité d'opérations acces-

¹ Cf. chapitre I, § 1.

soires, car les frais entraînés atteindraient un taux prohibitif. Aussi la pratique va-t-elle effectuer une discrimination parmi les usagers éventuels de l'emprunt par obligations, et en limiter le nombre aux puissantes sociétés industrielles, commerciales et financières, ainsi qu'à l'Etat, à ses subdivisions administratives, et à ses émanations (sociétés nationalisées, entreprises d'économie mixte, etc.).

§ 2. MONTANT DE L'EMPRUNT

Selon les intentions de l'emprunteur ou le but qu'il poursuit, la somme totale de l'opération financière est connue d'avance avec une exactitude relative (devis, budget), ou, au contraire, ne peut pas être déterminée avec précision, en raison d'impossibilités matérielles ou pour des motifs d'ordre particulier, politiques, psychologiques ou autres. Le montant de l'emprunt sera donc fixe ou variable. Par exemple, il peut sembler préférable de ne pas indiquer d'emblée un plafond, pour ne pas surprendre le public souscripteur par l'énormité de la masse demandée, ou pour ne pas devoir avouer un échec si le but n'est pas atteint. Dans le même ordre d'idées, l'emprunteur peut se réserver d'accepter également toutes les souscriptions excédant la limite de ses espérances; il pourra ainsi s'abstenir de modifier ses assertions *a posteriori*, et de dévoiler par là ses appréhensions anciennes.

Le montant total définitif de nombreux emprunts n'est donc fixé qu'après un certain laps de temps, une fois seulement que la somme désirée a été atteinte, ou après que la certitude ait été acquise qu'une prolongation des délais de souscription ne saurait occasionner un nouvel afflux de fonds.

L'usage a toutefois consacré un principe selon lequel toute incertitude est cause de défiance, donc d'insuccès. Un emprunt de montant indéfini semble ainsi l'aveu d'une faiblesse, d'une crainte de ne pas réussir, soit donc la preuve d'une situation délicate et aléatoire. Tel climat ne saurait à lui seul engendrer un attrait enthousiaste ! L'émission d'une première tranche de montant raisonnable, lancée tel un ballon d'essai, sera certainement préférable,

quitte à renouveler l'expérience si elle s'est révélée favorable, ou encourageante à tout le moins.

Enfin, le montant peut encore varier à raison de la liberté conférée parfois aux souscripteurs, de se dédire dans certaines circonstances précises¹, ou de requérir, peu après l'émission, soit le remboursement de leur prêt en consentant simultanément à un modeste sacrifice, soit la remise de leur titre en compensation d'une dette.

§ 3. SUBDIVISION DES EMPRUNTS ET FORME DES OBLIGATIONS

Le principe de répartition dans l'espace entrevu au chapitre premier conduisit aux parts standardisées, à l'instar du processus ayant fini par donner naissance à la pièce de monnaie. Issues d'une unification rationnelle restreignant toujours plus le nombre des spécimens pour le ramener à quelques types fondamentaux, les obligations ne nécessitent plus de nos jours un examen détaillé: il suffit de les identifier sommairement, de les sérier et de les compter pour en connaître rapidement la valeur nominale totale. De plus, leur grand nombre, leur identité, leur interchangeabilité, sont la cause d'un marché commun, en même temps que celle d'un lien immanent entre les porteurs de titres de même espèce^{2 3 4}.

Disons encore que les emprunts ne sont pas que de grandes suites de parts identiques; ils se présentent aussi sous la forme de séries

¹ Par exemple, dans le cas d'emprunts avec primes d'émissions (voir § 7 ci-après, lettre B), ou d'obligations émises au-dessous du pair, ou de titres prévoyant quelque autre condition très onéreuse, lorsque le plafond supputé a été très largement crevé par une abondance inattendue de souscriptions.

² *Code des obligations*, titre XXXIV^e, art. 1157 à 1186, modifiés par la loi fédérale du 1^{er} avril 1949.

³ G. HUREAU, *Les pouvoirs des assemblées d'obligataires*. Thèse, Paris, 1948.

⁴ Ce lien occulte peut devenir très efficient, et promouvoir la réunion des obligataires en une communauté organisée, qui examinera telle situation donnée, ou telles propositions de l'emprunteur, ou envisagera une action commune face à telle ou telle manœuvre; le grand nombre des porteurs, la diversité des opinions, le fractionnement de la communauté en sous-groupes, affaiblissent du reste les possibilités d'action que la force latente du lien en cause pouvait faire supposer.

(tranches) égales ou inégales, de titres semblables ou similaires, dont la réunion compose la dette globale contractée par ce moyen.

Sous cette même rubrique, consacrons quelques lignes à la présentation matérielle des parts de la dette. Ces dernières prennent généralement corps sous la forme de feuilles imprimées, filigranées (pour diminuer les risques d'imitation), numérotées (aux fins d'identification et de contrôle), et reproduisant les clauses du contrat de prêt. Elles comportent en outre — élément important entre tous — une page de coupons à détacher ou à faire estampiller; ces petits rectangles de papier reprennent aussi les caractéristiques majeures du titre (identité de l'emprunt, taux, dates de paiement, montant), et se complètent d'indications particulières (numéro de contrôle, numéro d'ordre, échéance individuelle, etc.).

Puisque nous en sommes aux questions de forme, notons enfin :
les titres nominatifs, ou à *ordre*, avec coupons de même ou coupons anonymes, ou coupons ne pouvant cependant pas être encaissés sans présentation simultanée de l'obligation; en général, le transfert de cette dernière n'est valable qu'après contrôle de l'emprunteur, reconnaissance et enregistrement du changement de propriétaire, et régularisation corrélatrice des registres ou listes de porteurs;
les titres au porteur, de présentation plus simple, plus discrète, offrant les avantages de l'anonymat, sans impliquer pour autant l'impossibilité d'identifier facilement le papier-valeur, s'il a été perdu ou volé.

§ 4. DURÉE DE L'EMPRUNT

Le court terme est exclu d'emblée pour l'emprunt par obligations, en raison primordiale des frais entraînés. Pour satisfaire ses besoins de fonds à courte échéance, l'entreprise privée requerra les services de ses banquiers. Quant à l'Etat, il s'adressera à l'Institut d'émission, en vue d'obtenir de nouvelles *avances provisoires*, à moins qu'il n'émette lui-même, par l'entremise de son service du Trésor, des titres d'emprunt à quelques mois de terme, dénommés

bons, dont l'intérêt est déduit d'avance — escompté — pour simplifier travaux et formalités.

Le moyen et le long terme, savoir :

5 à 20 ans, et 25 à 99 ans selon des conceptions plus anciennes,
ou 3 à 10, et 15 à 50-60 ans selon des tendances plus modernes ¹,
ou même l'échéance virtuellement inexistante que présentent les
rentes dites perpétuelles, offrent une gamme infinie de possibilités.

Chaque siècle apporte avec lui tant de bouleversements que nous renonçons à penser aux effets de termes dépassant trop largement celui de la vie humaine. La durée maximum de l'existence est une première limite; la moyenne de survie en est une autre, de laquelle il faut encore déduire l'âge à partir duquel l'individu commence seulement à s'occuper de placements. Pour passer à l'échéance séculaire, un multiplicateur s'impose: au moins 2, voire 3 et même 4. Quoi qu'il en soit, la certitude pour le prêteur de revoir ses fonds ne peut que l'influencer favorablement et le déterminer plus facilement à les prêter.

Dans le même ordre d'idées, notons par manière d'antithèse que le placement des liquidités dont dispose l'épargnant, et le remploi des sommes encaissées à l'échéance de contrats antérieurs, sont des problèmes qu'il n'aime pas devoir résoudre trop fréquemment. La recherche par avance de nouvelles possibilités intéressantes, sûres et productives, la concordance des échéances, l'ajustement des montants, l'équilibre des risques, la garde des fonds, les manques à gagner, sont autant de soucis désagréables. Il est même des périodes où le remplacement de capitaux venus à échéance est une question véritablement épineuse. Aussi les préférences de l'épargnant iront-elles sans conteste aux termes longs sans excès. Comme en toute chose, la vérité se situe entre les extrêmes; puis elle se modifie suivant les époques, en fonction de nombreux critères, dont

¹ Par la diminution du nombre des années comprises dans le « long terme », on réduit théoriquement les risques pour l'ensemble des contrats conclus sous le régime de cette nouvelle définition.

certaines sont parfois difficilement perceptibles ou peu différenciés; elle varie enfin d'un individu à l'autre, en raison de leurs goûts si variables.

Du point de vue de l'emprunteur, la durée devrait être en rapport étroit avec la destination réservée aux sommes reçues. Nous repensons ici aux détours de production, qui permettent de tirer un meilleur parti des prêts confiés successivement, moyennant allongement du terme pour les tranches initiales. Puis il y a lieu d'évoquer le rapport économique entre la charge de l'emprunt et le profit espéré. La fixité de l'échéance est donc généralement en opposition avec les desiderata de l'emprunteur, qui voudrait que les fonds investis eussent le temps de porter leurs fruits pour renter le capital, couvrir les frais d'entretien, et rembourser progressivement tout ou partie de la mise ¹.

Un rapport doit encore être examiné, celui qui s'établit entre la durée de l'emprunt et celle du bien créé: l'entreprise privée le connaît parfaitement, qui sagement combine l'amortissement avec les provisions de remboursement, l'essentiel étant de ne pas se leurrer sur la valeur restante, ni de s'illusionner sur le coût d'une installation de remplacement. L'Etat, tout à son optique particulière, centrée avant tout sur l'équilibre budgétaire, n'est pratiquement pas en mesure d'agir de même façon ².

Qu'en est-il des sociétés d'économie mixte, si nombreuses dans les temps actuels, et des organismes étatiques indépendants, situés à la limite des deux secteurs privé et public ? Nul doute qu'ils ne doivent en principe calquer leur attitude sur celle de l'entreprise privée, non sans aspirer à plus de liberté envers les impératifs économiques résultant d'une vue réaliste et objective des données comptables. La coordination risque donc de ne pas être parfaite entre la durée du prêt et celle du bien créé en contrepartie, ou autrement dit entre le remboursement, d'une part, et l'usure, la dépréciation

¹ Nous reprendrons ce sujet en détail beaucoup plus loin, sous le titre « Economie d'entreprise, Emprunt, et Dépréciation monétaire » (chapitre IX); il mérite en effet de longs développements qui dépasseraient le cadre de cette première partie.

² Cf. chapitre I, § 4 et 5.

et le vieillissement du bien en cause, de l'autre ¹. En conclusion, les données conduisant à la formation d'une dette permanente se retrouvent pratiquement toutes dans les entités économiques « parastatales ».

Enfin, l'emprunt doit pouvoir s'interrompre une fois le but atteint. Les contrats préciseront donc les modalités à respecter à ces fins. En plus de l'échéance convenue, fixée au vu des programmes, budgets, ou prévisions de recouvrer la substance de la dette, les emprunts par obligations stipulent souvent dans ce sens la faculté pour le débiteur de se libérer plus tôt, de rembourser par anticipation, donc d'abrégier la durée.

§ 5. ECHÉANCE DE L'EMPRUNT

Nous séparons l'échéance de la durée, du fait que celle-ci marque précisément la fin de celle-là: elle est une coupure dans l'élément temps qui conditionne le prêt.

Unique ou multiple, elle subdivise les emprunts en plusieurs catégories, selon qu'ils seront remboursés:

- en une seule fois, ce qui risque d'obérer les finances de l'emprunteur, et de l'inciter à rechercher de nouveaux fonds de remplacement — s'il n'a pris la précaution, ou n'a eu la possibilité de constituer antérieurement des réserves adéquates;
- ou en plusieurs fractions, de montant égal, croissant ou décroissant, graduellement ou par échelons, en suivant l'évolution de la valeur du bien créé en contrepartie et de ses revenus (secteur privé), ou celle des ressources ou rentrées, réelles ou budgétées (type étatique).

Précise ou indéterminée pour le prêteur, l'échéance participe à l'élaboration du degré de confiance. Etant entendu que toute certitude est un élément favorable, il va de soi que le doute sera écarté

¹ Voir à ce propos le chapitre IX ci-après, § 5 et ss.

autant que possible en période normale. Ce critère nous permet désormais de distinguer les variantes suivantes :

- a) remboursement en une seule fois (échéance on ne peut plus précise);
- b) échéance unique, avec clause de dénonciation au remboursement anticipé: la précision est moins complète;
- c) remboursement par tranches, dans le cadre d'une période donnée = incertitude pour le prêteur, limitée par les deux dates ouvrant et clôturant la dite période;
- d) même cas que précédemment, avec clause de remboursement anticipé: le doute augmente, à raison de l'intervention éventuelle d'une nouvelle limite avancée, venant coiffer la plus proche des deux précédentes;
- e) de même encore, avec latitude pour l'emprunteur de déplacer les tranches venant au remboursement, à l'intérieur de la période et sans excéder les dates extrêmes = nouvel accroissement du sentiment d'imprécision;
- f) emprunts remboursables à une date inconnue, tel le cas des opérations conclues pour une durée indéterminée, que la mort vient soudainement préciser, et où l'on confie à la vie ou plutôt à son interruption le soin de fixer le terme: doute de taux élevé ! ¹;
- g) types non obligatoirement remboursables, emprunts *perpétuels*, dans lesquels l'Etat (qui s'en est réservé le monopole) s'arroe le droit de restituer les capitaux s'il le désire, à son gré, quand il le veut — ou le peut: l'incertitude est alors complète, mais n'est pas à considérer comme un désavantage maximum, puisque cette sorte de contrats fait l'objet d'une demande permanente.

¹ Nous sortons quelque peu de notre ligne: le contrat se pose alors tout différemment, et fait appel aux versements d'arrérages fixes et aux rentes combinant un paiement d'intérêts avec la restitution partielle et progressive du capital; il ne s'agit plus en somme d'emprunts par obligations traditionnels, mais plutôt de catégories connexes telles que le viager, les tontines, etc.

Face aux libertés conférées à l'emprunteur de fixer plus ou moins à sa guise les dates de remboursement, se place le cas des emprunts où la restitution des fonds a lieu au gré du prêteur, sur simple demande de sa part, ou selon des conditions prescrites dans la convention¹. Cette innovation entraîne une amélioration sans précédent de la liquidité, et acquiert évidemment une très grande valeur aux yeux du souscripteur.

§ 6. LA LIQUIDITÉ DES OBLIGATIONS

Les considérations ci-dessus nous amènent à parler de la possibilité, pour le prêteur, de mobiliser rapidement les fonds engagés, en cas d'urgence ou de nécessité.

Avec le dessaisissement de ses disponibilités en numéraire ou en avois à vue, l'épargnant amenuise son propre fonds de roulement, ou *trésorerie*. Or il peut craindre de se trouver subitement devant un impérieux besoin de moyens de paiement, qu'il ne saurait satisfaire sans réalisations forcées et onéreuses, frais ni pertes sensibles. D'un autre côté, il espère toujours que de nouvelles occasions plus attrayantes s'offriront à lui, et ne veut pas que des engagements antérieurs trop stricts l'empêchent complètement d'en profiter. Aussi la décision de placer doit-elle surmonter d'abord un seuil d'hésitation, que l'emprunteur vainc habituellement par diverses mesures de propagande², ainsi que par des assurances matérielles et des avantages techniques³.

Mais la liquidité d'une valeur n'est pas uniquement fonction de l'échéance. La rente sans terme ou l'obligation remboursable au seul gré de l'emprunteur, bien qu'elles offrent à l'épargnant la plus belle chance de placement durable, perdraient beaucoup de

¹ Il s'agit en général d'un délai minimum jusqu'au terme duquel l'emprunteur tient absolument à disposer de la totalité des fonds; cette pratique s'accompagne parfois de primes de remboursement variables.

² Nous les énumérons dans le premier paragraphe du chapitre suivant, sous la rubrique « Emission de l'emprunt ».

³ Nous avons terminé le paragraphe précédent en citant l'un d'eux: le cas de dénonciation anticipée du contrat par le prêteur.

leur attrait si elles excluait toute faculté de mobiliser le principal. Or rien ne contraint le porteur d'une valeur obligataire d'attendre lui-même la fin du contrat : il peut en toute conscience chercher à la céder.

Cette seconde éventualité, beaucoup plus expéditive que la précédente, résulte de l'aptitude inhérente aux papiers-valeur de pouvoir être vendus en tout temps. Elle implique évidemment la cotation du titre en bourse — ou éventuellement hors bourse — pour qu'un large marché ouvert en permanence à de nombreux acquéreurs en potentiel, facilite et accélère la réalisation à des conditions favorables pour le prêteur. Les qualités intrinsèques du titre jouent ici un rôle déterminant, leur influence étant proportionnelle à leur valeur. Or ces éléments financiers dispensateurs de bonne tenue boursière (taux élevé, durée moyenne, moralité et solvabilité de l'emprunteur, solidité des garanties, réputation des garants, etc.), sont précisément ceux que le prêteur a soigneusement analysés avant de souscrire, en s'efforçant de les réunir dans la plus large mesure possible.

Pour être complet, mentionnons aussi l'influence des facteurs externes, tels que la pénurie des capitaux en quête de placement ou l'abondance des titres à écouler, qui pèsent occasionnellement sur les cours et accroissent la perte de réalisation.

Un troisième moyen de garantir à l'obligataire une liquidité satisfaisante réside dans la sélection des placements, avec assortiment des valeurs et choix des contrats selon leurs échéances. Ainsi aménagé, le portefeuille offrira une succession de termes échelonnés, un roulement d'appels au remboursement, et un optimum d'argent comptant disponible à bref délai. La cadence irrégulière des émissions, jointe à la variété des clauses et à la rigueur des critères adoptés par le souscripteur, restreint la base de cette liquidité empiriquement construite, entièrement tributaire du marché des valeurs, et dissociée des qualités intrinsèques de chaque titre.

Signalons en passant la similitude existant entre *liquidité* et *sécurité*, qui se dressent toutes deux face à la *rentabilité*¹.

¹ Cf. chapitre suivant, § 8, ainsi que chapitre IX.

§ 7. LE RENDEMENT DES OBLIGATIONS

Le rendement est l'un des caractères retenant le mieux l'attention. Il se compose :

- 1^o des avantages d'ordre patrimonial offerts aux souscripteurs (ci-après A à G);
- 2^o des avantages accessoires ou ultérieurs (H), et
- 3^o de ceux accordés *intuitu personnae* (chap. IV, § 4) ¹.

Distinguons de plus les avantages octroyés par tout emprunteur, de ceux que l'Etat seul est en mesure de concéder.

A. L'intérêt.

Le premier et le plus important élément est sans conteste l'intérêt, sur la légitimité duquel il n'est plus de mise de dissenter, pas plus que de chercher à déterminer des niveaux différents pour le prêt productif et pour le prêt de consommation. Il s'identifie au loyer de l'argent mis à disposition, et représente, pour l'obligation, ce que l'escompte est à l'effet de commerce : une charge qu'il s'agit de supporter, et de compenser par une utilisation judicieuse et par un avantage notable retiré de la détention temporaire des fonds.

Le taux de l'intérêt est fonction d'une multitude de facteurs divers, tels que : l'état du marché national et mondial des capitaux (variations homologues sur l'ensemble des places), le niveau du taux de l'escompte, la situation économique générale (conjoncture), le degré d'organisation politique (sécurité intérieure, administration civile, police, enregistrement et contrôle des individus, de leurs changements de résidence, etc.), l'évolution de la politique nationale et internationale, puis la position particulière du débiteur et de ses références, la qualité de sa santé financière (dans le cas de l'Etat, on examinera les symptômes monétaires). Pour le marché financier, le taux est un baromètre aux indications multiples et complexes.

¹ P. ORNANT, *Les avantages offerts aux souscripteurs et aux porteurs de fonds d'Etat français*. Thèse, Dijon-Bourg, 1939.

Outre ces éléments externes, les caractères majeurs de l'emprunt jouent également un rôle important dans la fixation du taux de l'intérêt. Ainsi par exemple le terme: passé certaine limite, le prêteur requiert un surplus de dédommagement pour consentir à se priver de la jouissance de ses capitaux pendant un délai très long (50 à 60 ans plutôt que 15 ou 20).

Fixe ou variable (nous aurons l'occasion d'en reparler longuement plus loin), infime, normal, démesuré ou usuraire, cumulatif ou prescriptible, unique ou périodique, certain ou conditionnel (l'incertitude est rarement un avantage), annuel, semestriel, trimestriel ¹, telles sont les qualifications majeures du revenu de l'obligation, sur le détail desquelles nous passons sans nous attarder.

Le taux *nominal*, généralement stipulé en pour cent, demis et quarts de % ², se distingue du taux *effectif*. Ce dernier résulte de l'intervention conjuguée de tous les avantages financiers directs, et se complète d'une appréciation générale fondée sur tous les avantages accessoires ou ultérieurs, éventuels mais envisagés à l'avance, qui sont des compléments non négligeables en plus d'un cas.

B. Les primes.

On s'accorde à reconnaître deux catégories principales de primes :

- a) les *primes d'émission*, à déduire du nominal avant de verser les fonds, sont un profit supplémentaire et anticipé;
- b) les *primes de remboursement*, ajoutées au capital au moment de l'échéance, représentent un surplus différé.

¹ On ne descend guère au-dessous sans atteindre à des complications bureaucratiques onéreuses et encombrantes; de plus, il ne faut pas que le revenu encaissé périodiquement soit nominalement trop faible aux yeux intéressés du prêteur, quoique celui-ci ait plaisir, d'un autre côté, à bénéficier de rentrées moins espacées.

² Au XVIII^e siècle surtout, et jusqu'au XVIII^e, le taux s'exprimait en fractions ordinaires: « au pied du denier 12, 15 ou 20 » = sur la base d'un pour douze, quinze ou vingt = $1/12^e$, $1/15^e$ ou $1/20^e$, soit 8,33..., 6,66... ou 5 pour cent. Cf. J.-G. COURCELLE-SENEUIL, *Traité théorique et pratique d'économie politique*. Paris, 1867, tome premier, page 319.

Dans un cas comme dans l'autre, ce ne sont en général que de petits profits accessoires (1 à 5% du nominal), avec effet psychologique certain quoique non mesurable. Elles peuvent cependant être parfois très importantes, et atteindre des taux de 20 à 30%.

A l'opposé de ce que nous venons de voir, il se rencontre parfois des primes de signe négatif, instituées au détriment du souscripteur. Si l'offre de capitaux l'emporte démesurément sur la demande, ou si les avantages spéciaux attachés à certains contrats sont très fortement prisés, de tels renoncements se justifient exceptionnellement. Hormis ces circonstances particulières, le sacrifice ne semble pas être fondé et le risque d'échec de l'emprunt est manifeste : la perte de substance est si nettement ressentie qu'elle devient la cause d'un choc psychologique défavorable, générateur d'abstention.

En bonne théorie, les primes facilitent l'application de la règle selon laquelle le taux des nouveaux emprunts doit se rapprocher sensiblement de la moyenne du marché, avec une légère touche à la hausse ou à la baisse selon la tendance du moment, toutes sécurités présumées égales. En effet, pour ne pas compliquer la présentation traditionnelle des conditions d'emprunt par la mention d'un intérêt fractionnaire inhabituel, on arrondit le taux par ce moyen pratique. Il peut encore être affiné par l'effet similaire du partage, ou de la prise en charge complète par l'un ou l'autre contractant, des droits, taxes, etc. Les plus subtiles nuances peuvent dès lors être atteintes.

L'origine des primes remonte à une époque lointaine, où la légitimité de l'intérêt était contestée, et où sa pratique était même interdite. Pour tourner cette prohibition, l'emprunteur reconnaissait au prêteur une somme supérieure à celle reçue, la différence constituant donc le revenu du prêteur, la couverture des risques, en un mot la somme des intérêts annuels ramenés à leur valeur au jour du contrat (escomptés).

L'intervention des primes détermine le *cours d'émission*, ou montant à verser effectivement par rapport au nominal convenu, élément cardinal de maniement extrêmement délicat. En plus d'un taux de rendement effectif différent de celui stipulé — ceci pour travestir généralement une réalité trop crue et minimiser l'ampleur d'un intérêt réellement élevé — le cours d'émission au-dessous du

pair (cas le plus fréquent) implique le paiement d'un bonus dont la charge est à répartir sur la durée totale du contrat, bien qu'il ne soit exigible qu'à l'échéance.

La prime convenue n'est pas obligatoirement fixe. Elle peut croître avec l'extension de la durée (prime de fidélité), ou décroître (si l'emprunteur n'a pas avantage à conserver les capitaux au-delà de certaine époque). Elle peut varier aussi en fonction d'autres critères, déterminés par contrat (cf. troisième partie).

C. *Les lots.*

Cet élément peut aussi bien être traité après l'intérêt qu'à la suite des primes. Selon le taux du revenu et le volume annuel total des lots, nous trouvons :

- a) la catégorie des lots tenant lieu de primes de remboursement, accessoires d'emprunts dont le rendement annuel est à peine inférieur au taux normal du marché;
- b) celle des lots remplaçant presque intégralement l'intérêt; le taux de revenu s'échelonne, dès lors, selon les titres ou plutôt suivant les coups du sort, de quelques fractions de pour cent (rémunération fixe de toutes les parts) à des multiples du capital (pour les quelques élus de la déesse Fortune);
- c) un groupe de formules intermédiaires.

Mis à part quelque succès passager de nouveauté ou de propagande, l'intrusion dans la finance des éléments amoraux de chance et de hasard n'eut qu'un retentissement modéré dans l'histoire. L'épargnant est en général peu enclin à acquérir des titres rapportant 10.000 pour cent ou rien du tout. De même, le capitaliste préférera la certitude de rentrées modérées et périodiques à la possibilité — très mince — de recevoir éventuellement le Pactole. S'ils ont un faible pour le jeu, ces prêteurs placeront plutôt leurs capitaux en valeurs traditionnelles et achèteront séparément un billet de loterie au prochain kiosque.

La première catégorie de lots citée plus haut est une variante de la formule de distribution des primes de remboursement: au lieu d'attribuer un bonus modéré à chaque obligation, en plus

d'un intérêt substantiel, on réserve, par année, la somme totale des primes à quelques changeards. Les capitaux placés sont donc rentés normalement, et le tirage des *numéros gagnants* n'est la cause que de *suppléments*.

Il existe encore une multiplicité d'autres combinaisons, où le capital peut ne pas être intégralement remboursé au terme du contrat. Nous ne tiendrons cependant pas compte de ces spécimens qui se rapprochent vraiment par trop du coup de dés. Nous n'avons pas parlé non plus des lots en nature, facteurs d'animation qui éloignent les types visés de la catégorie des emprunts-obligations classiques. Nous en reparlerons incidemment dans la troisième partie de notre travail.

En Europe, l'existence d'emprunts combinés avec des loteries est signalée dès la seconde moitié du ^{xvii}e siècle ^{1 2}. Dans notre pays, le premier emprunt à lots apparut en 1857 à Neuchâtel ³. (N.B. — Les obligations émises étaient au nominal de 10 francs.)

D. Paiement anticipé de l'intérêt.

Cette simplification est de rigueur dans les contrats à court terme, où l'intérêt est bonifié d'avance et en une seule fois, par déduction du nominal à verser ⁴. Avec le paiement anticipé du revenu annuel, le nominal souscrit se réduit, au moment de la libération, de la valeur du premier coupon. A première vue, la présentation peut faire supposer une prime d'émission; mais ce n'est qu'un trompe-l'œil.

Dans un cas comme dans l'autre, le versement par avance de la contre-prestation occasionne un accroissement du taux de rendement, dans une mesure égale à l'intérêt de l'intérêt.

¹ R. STOURM, *Les finances de l'Ancien régime et de la Révolution*. Paris 1885, tome II, page 212.

² J. RICHLI, *Der Zusammenbruch der Diskonto- und Lombardbank A.G., Bern — Ein Beitrag zur Geschichte der Institute des gewerbsmässigen Handels mit Prämienobligationen und des Animierbankwesens der Schweiz*. Thèse, Berne, 1931.

³ Id., puis aussi C. METTLER, *Die Prämienanleihe*. Olten, 1919.

⁴ Cf. § 4 ci-dessus: « Les bons ».

E. *Garantie contractuelle contre toute réduction du taux.*

Cet avantage mérite d'être mis en lumière, vu le goût de l'épargnant pour des valeurs sûres, rentables, et durables. La découverte d'une bonne occasion de placement ne doit évidemment pas s'accompagner de la crainte que l'emprunteur ne rembourse avant terme, pour contracter simultanément une nouvelle dette à un taux plus réduit (conversion). Des assurances adéquates seront données au souscripteur par contrat.

Ces considérations se rapprochent de celles formulées au paragraphe 5 ci-dessus, à propos de l'échéance de l'emprunt. Nous nous bornerons à citer à leur endroit quelques expressions techniques qui s'expliquent d'elles-mêmes, ainsi: durée minimum d'inconvertibilité, interdiction de dénonciation anticipée, de remboursement prématuré, ou limitation contractuelle du recours à ces pratiques.

F. *Immunités fiscales.*

Ces avantages ne ressortissent qu'à la palette de l'Etat, et consistent plus souvent en l'exonération des taxes sur une assiette particulière qu'en l'exemption d'impôts généraux.

Nés en France de la *banqueroute des 2/3*, ils sont considérés comme clause de style, et s'interprètent dans un sens restrictif¹. Outre les taxes sur titres, intérêts et accessoires (primes, bonus, etc.), les immunités peuvent porter sur d'autres droits, normalement exigibles à l'occasion d'opérations diverses, tels que: timbres sur quittances, taxes de mutation, de transmission, etc.

Dans notre pays, ces avantages se ramènent à la suppression occasionnelle de l'impôt fédéral sur les coupons, tandis qu'en Grande-Bretagne, ils sont pratiquement inconnus, à une ou deux exceptions près. On rencontre enfin aux U.S.A. des exonérations assez larges d'impôts généraux véritables; ainsi le revenu brut pris pour base de la taxation des personnes physiques n'englobe pas les intérêts de certains titres d'emprunt émis par les Etats.

¹ H. LAUFENBURGER, *Traité d'économie et de législation financière*. Tome II: Dette publique et richesse privée. Paris, 1948.

Ces immunités et exonérations ont pour corollaire la capitalisation de l'impôt. Connue de longue date, elle se manifeste de manières diverses, et se ramène à une définition très simple: le taux effectif s'augmente de la contre-valeur des impôts exigibles dans un cas similaire qui ne serait pas au bénéfice des dites immunités.

On reconnaît enfin à ces exemptions le caractère d'un exutoire légal, mais incomplet, à l'évasion fiscale.

G. *Anonymat.*

On entend par ce vocable la reconnaissance implicite de ne pas être obligé à une attitude de stricte honnêteté vis-à-vis du fisc, pour les consciences élastiques et les objecteurs qui ont le courage (ou le goût) de courir les risques de la pénalisation.

H. *Avantages accessoires, éventuels et ultérieurs.*

Ils sont presque tous marqués au coin de l'Etat, de façon plus ou moins évidente mais non exclusive. Tous les titres d'un emprunt n'en bénéficient pas automatiquement — mais seulement ceux en circulation à un moment donné — ni tous les porteurs non plus — mais uniquement ceux se trouvant dans des circonstances particulières et bien définies —. Voici les principaux spécimens:

- a) l'insaisissabilité de certaines valeurs, pour le failli;
- b) l'imprescriptibilité des sommes échues, qu'il s'agisse des intérêts dus ou du capital remboursable;
- c) les avances remarquablement élevées accordées par les banques sur les fonds publics, pour qui désire mobiliser des capitaux sans se départir des titres;
- d) la reprise d'obligations à leur valeur nominale — quel que soit le cours en bourse — en paiement de droits de mutation, de droits successoraux ou d'impôts (facteur d'animation du marché des titres d'Etat et d'accélération du remboursement) ¹;

¹ Dans le même ordre d'idées, un petit nombre d'entreprises privées acceptant aussi leurs propres obligations en règlement de factures.

- e) les mesures de soutien des cours, décrétées soudainement pour maintenir une apparente fermeté au crédit public, en dépit d'éventuelles tendances contraires; l'effet de régularisation est obtenu par des rachats provisoires, ou au contraire définitifs (forme de remboursement anticipé) ¹.

§ 8. GARANTIES CONTRACTUELLES DES EMPRUNTS

L'emprunt obligataire privé comporte parfois des garanties. Celui d'Etat en est pratiquement toujours muni.

Il peut d'abord s'agir d'engagements moraux, dont les signataires autorisés sont des références de toute sécurité, sur lesquelles chacun peut faire fond sans hésiter. Ces *garants* sont bien souvent les représentants d'organismes ou de collectivités d'importance, très connus, ayant accepté de « parrainer » le nouvel emprunteur insuffisamment introduit auprès du grand public. Ces répondants sont uniques ou pluraux, personnels ou collectifs, individuels ou solidaires, privés ou étatiques, nationaux ou étrangers (gare aux à-côtés de politique internationale !). Ils font principalement apport de la *confiance*, élément primordial pour décider l'épargnant à souscrire ².

En plus du lustre apporté par d'élégantes signatures, apposées au bas de textes composés avant tout de clauses de style, les emprunts peuvent être assortis de garanties tangibles, économiques et juridiques, conformément à la différence que marque la théorie classique entre sécurités personnelles et sécurités réelles ³.

Il en est ainsi des droits privilégiés sur des éléments définis de l'actif (gage, nantissement, bénéfice d'hypothèque, affectation réservataire), ou sur des recettes déterminées. Les principes d'une

¹ Le secteur privé connaît aussi des conventions de ce genre dans lesquelles l'emprunteur s'engage à accélérer l'amortissement si les cours venaient à fléchir.

² En des temps plus reculés, l'engagement d'une personnalité au crédit incontestable et à la capacité financière bien établie se doublait parfois de la remise — toute pacifique — d'otages, en assurance de la bonne exécution des engagements.

³ G. JEZE, *Cours de...*, *op. cit.*

sage gestion financière conseillent de ne pas accepter de charge nouvelle sans disposer de ressources correspondantes en contrepartie, et par conséquent de ne pas affecter des recettes générales à la garantie de débours particuliers. Les effets d'une telle hypothèse sont désastreux en cas de fléchissement des rentrées. Ils entravent la liberté de mouvement, et compromettent les possibilités de faire face à des circonstances spéciales, d'adopter des réformes, d'adapter les éléments de l'actif à l'évolution de l'économie, etc.

Dans ce même ordre d'idées, notons encore les promesses de ne pas mettre d'autres emprunts au bénéfice des mêmes sûretés (ce qui en affaiblirait la valeur), ou les assurances que toute garantie conférée ultérieurement à d'autres émissions profitera également aux anciennes (autrement dit : clause de l'émission la plus favorisée et la mieux garantie). Tous ces procédés sont autant de manières diverses d'assurer aux porteurs d'obligations le statut de créanciers privilégiés.

Remarque tirée du droit public international, concernant en particulier les garanties d'Etat : l'Etat n'est pas tenu de faire plus qu'il ne peut, au-delà d'une limite qui nuirait au bon fonctionnement de ses services publics essentiels ¹. Autrement dit la souveraineté, attribut majeur de l'Etat — qui d'un trait de plume peut supprimer définitivement des engagements antérieurs — différencie l'emprunt public du contrat privé par le fait que le premier court toujours le risque de se voir amputé, réduit, ou annulé par une mesure législative. Devant cet arbitraire, les porteurs restent sans autre possibilité de recours que l'appel au législateur, celui qui vient précisément de décider dans ce sens ².

Les garanties sont générales ou restreintes : emprunt et service de la dette, ou ce dernier seulement (paiement régulier des intérêts, arrérages, primes, impôts, taxes, frais, accessoires ; remboursement de tout ou partie de la dette, etc.). Les répondants peuvent aussi limiter leur intervention éventuelle à un simple engagement, de contraindre par exemple le débiteur au paiement (garantie morale,

¹ G. JEZE, « La garantie des emprunts publics d'Etat — Acc. de Droit Int. de La Haye », *Recueil des cours*. Paris, 1925, II.

² P. ORNAND, *op. cité*.

toute formelle). La *garantie* se réduit alors à un simple argument publicitaire.

Reste enfin la *confiance*, ce fondement immémorial du crédit. Le débiteur se doit de la mériter par ses faits et gestes, ainsi que le préconise l'adage « bonne renommée vaut mieux que ceinture dorée ». En période difficile, l'emprunteur jouissant d'une réputation irréprochable (toutes proportions gardées et opinions réservées), bénéficiera toujours de conditions plus favorables, tandis qu'en temps ordinaire il placera ses titres, ou ceux de sa dette à consolider s'il s'agit d'un Etat, à un taux moins élevé que celui du marché normal des capitaux.

Bien qu'il n'existe pas de coefficient de qualité convertible en pour cent à ajouter ou à retrancher, il ne fait aucun doute que l'appréciation des sécurités proposées donne ou refuse à un emprunt le succès espéré.

Avant de clore ce chapitre, consacré à la « *technique de l'emprunt par obligations* », et de passer à celui intitulé « *Application et pratique* », insistons encore sur les caractères spécifiques des différentes sortes de garanties.

Les unes relèvent avant tout du secteur publicitaire, et peuvent ainsi être qualifiées de *garanties psychologiques*. D'autres se rattachent plus directement au domaine légal, et nous les appellerons *garanties juridiques*. Certaines se rapportent à la structure matérielle de l'entité emprunteuse, ce sont les *garanties techniques*, ou résident dans la mise en œuvre du patrimoine productif et dans la qualité du fonctionnement de l'entreprise : les *garanties économiques*.

Il en est enfin qui s'attachent à la nature monétaire du facteur utilisé pour définir le capital et le revenu de l'obligation : les *garanties financières*.

Nous avons surtout insisté, dans les considérations qui précèdent, sur les deux premières sortes de garanties citées. Les trois dernières catégories seront revues en détail beaucoup plus loin, aux chapitres VI et IX, intitulés « *Obligations munies de garanties financières ou économiques* », et « *Economie d'entreprise, emprunts et dépréciation monétaire* », qui concernent plus particulièrement les obligations émises par des sociétés commerciales et industrielles.

CHAPITRE III

APPLICATION ET PRATIQUE

Après l'exposé de vues théoriques relatives aux emprunts par obligations, considérons maintenant l'application de cette technique, adaptée aux contingences de la réalisation pratique.

§ 1. EMISSION DE L'EMPRUNT

Le concept *émission* recouvre l'ensemble des opérations aboutissant au placement des titres, et à la récolte des fonds en faveur de l'emprunteur.

De façon générale, ce dernier ne place pas d'emprunt lui-même, mais recourt plus volontiers aux bons soins d'organismes spécialisés dans la branche, disposant d'une connaissance approfondie du marché financier et de ses particularités, ayant l'expérience et le tour de main. Ces professionnels de l'emprunt obligataire sont les banquiers, ou mieux encore, les syndicats ou consortiums de banques.

Par contrat, et moyennant rétribution appropriée, ces intermédiaires *prennent ferme* l'emprunt en totalité, puis s'arrangent de leur mieux pour le placer dans les portefeuilles de leurs clients (en conservant par devers eux ce qu'ils désirent se réserver, ou ce pour quoi ils n'ont pu trouver acquéreur). Ils s'engagent les premiers, selon des modalités qui varient d'un cas à l'autre sous l'angle de l'ampleur de leur engagement et de leur responsabilité, puis offrent ensuite les titres en souscription publique. Onéreux par définition, le recours aux spécialistes de l'emprunt est cependant un gage de succès et une assurance de la bonne fin de l'opération.

Remarquons en passant que ces professionnels de l'émission seront chargés de l'édition des titres, de leur distribution aux souscripteurs, de l'encaissement de la contre-valeur, et plus tard du

paiement régulier des coupons échus, du remboursement des annuités, etc. Tous ces services sont générateurs de commissions et de frais accessoires, qui grèvent les comptes de l'emprunteur en plus de la charge d'intérêts, de primes, lots, etc.

Auparavant se placent encore les diverses mesures de publicité dont s'entoure l'émission d'un emprunt, telles qu'édition de circulaires et de prospectus, remise ou envoi de libelles aux intéressés éventuels, publications dans les journaux et revues, avis de presse, communiqués, etc. D'autres supports de la propagande populaire sont parfois mis en œuvre à cette intention, ainsi l'affichage, les réclames lumineuses, la radio, le cinéma, la télévision. Un rôle similaire est dévolu aux préposés des guichets, qui prodigueront, dans le même sens, des conseils adéquats et des recommandations apparemment désintéressées.

Cette phase de lancement est suivie de la récolte des signatures. Une confirmation provisoire est immédiatement donnée à leur réception. Viennent ensuite l'enregistrement, le groupage, la récapitulation des souscriptions; puis le partage des titres, à l'échelon supérieur de la distribution, après détermination de clés de répartition et de contingents globaux. L'attribution aux souscripteurs est une nouvelle étape administrative, qui précède enfin la distribution des titres, avec encaissement corrélatif de leur contre-valeur, compte tenu des primes d'émission, et en cas de libération exceptionnellement différée, des intérêts courus, pénalités éventuelles de retard, etc.

§ 2. PLACEMENT DE L'EMPRUNT

Rien n'empêche l'emprunteur de se lancer lui-même dans les opérations du placement direct s'il en a le courage. A ce point de vue, l'Etat est particulièrement bien armé, car il peut compter sur la collaboration de ses propres services et offices publics, qui sont à la fois nombreux et très disséminés, couvrant le pays aussi bien que l'économie d'un réseau serré. Nous pensons aux guichets de l'administration des finances, aux caisses des services connexes, des douanes, aux guichets des chemins de fer, aux bureaux de poste,

téléphones, télégraphes; on peut adjoindre à leur nombre déjà respectable: les caisses d'administrations diverses, les guichets de la banque nationale, de ses succursales et de ses correspondants, puis les caisses d'épargne et d'assurance auxquelles l'Etat a donné sa garantie, etc., etc. Une opposition concertée des professionnels n'est pas à exclure, et, hormis des circonstances impérieuses en raison desquelles l'Etat est contraint de lancer un appel au concours des bonnes volontés, il faudra compter avec le risque d'un certain boycottage de la part des spécialistes du placement. De toute façon, l'Etat peut encore exercer des pressions sur de nombreux auxiliaires, agents de change, courtiers, notaires, en même temps que sur l'ensemble des banques. Chacun reste évidemment libre de ne pas suivre le mouvement, mais est tout au moins bien orienté sur les avantages de la possibilité offerte.

Malgré des assurances catégoriques, le contribuable prêtant des sommes à l'Etat par l'entremise des bureaux de celui-ci, s'il a pris certaines libertés en rédigeant sa déclaration d'impôt, peut redouter des fuites de renseignement vers le service des contributions, pour ne pas parler d'une collusion entre départements. Il fallait donc un antidote: on institua à cet effet l'anonymat garanti par l'Etat, déjà signalé plus haut (cf. chapitre précédent, § 7, lettre G).

En outre, les guichets administratifs (nous insistons sur cet adjectif), même s'ils sont épaulés par une organisation compétente et aguerrie, fourniront des résultats auxquels manquera toujours la touche personnelle. Nous pensons au délicat problème de la répartition des titres dans le public. Il n'est en effet pas souhaitable qu'une large part de l'emprunt soit la possession de quelques mains seulement, car la détention d'importantes fractions par un petit nombre d'individus peut entraîner, soit accidentellement, soit de concert (groupes financiers avec idée directrice préconçue), des rencontres sur le champ boursier. Elle risque d'exercer par là des pressions sur les cours, ou de favoriser d'autres tendances indésirables. Les vues des financiers (car il faut l'être pour être aussi largement pourvu) et leur moment psychologique ne coïncidant que rarement avec les intentions du ministre des Finances, il est

préférable d'éviter la concentration dès l'émission, bien qu'on ne puisse l'empêcher de se former, une fois l'emprunt placé ¹.

Tout au contraire, la dispersion des titres sur le marché, en unités séparées ou en petits lots, placés au sein des milieux les plus divers, répartis entre de très nombreux souscripteurs, est un premier gage de bonne tenue. Les petits épargnants, les capitalistes modestes, voilà les catégories dont l'emprunteur n'a pas à redouter les manœuvres. Ce sont pour la plupart des mains fermes, nous l'avons vu ², qui placent après mûre réflexion pour un temps aussi long que possible — toutes proportions gardées.

Seule une bonne connaissance du public, de ses besoins, moyens, possibilités et goûts, permet d'effectuer une répartition dans toutes les règles de l'art. Sous cet angle les instituts bancaires nous semblent bien être les mieux à même d'exécuter à satisfaction cette tâche délicate.

Le placement d'un emprunt obligataire peut enfin être réalisé grâce à des ventes successives, en bourse. Ces dernières ne devront jamais être massives sous peine d'effondrement du cours. Le recours à cette méthode moins onéreuse s'impose lorsque l'emprunteur ne désire pas disposer de toute la somme au premier jour. De plus, ce mode de faire est tout particulièrement recommandable dans les deux cas suivants : 1^o lorsque la masse des capitaux en quête de placements est importante et semble pouvoir le demeurer ; 2^o lorsque l'emprunteur est suffisamment patient et sûr de son fait, pour ne pas avoir besoin de déployer ultérieurement les artifices de la publicité, en vue de créer un courant de confiance, de promouvoir un mouvement d'opinion, et d'arriver à un concours des volontés.

§ 3. SOUSCRIPTION DE L'EMPRUNT

Selon les circonstances, la souscription de l'emprunt peut être limitée dans le temps :

¹ Dans cette dernière hypothèse, elle sera vraisemblablement longue et pénible, pour ne pas dire impossible, car l'effort de concentration contient en lui les éléments de son arrêt rapide : en bourse, toute demande persistante est génératrice de hausse.

² Cf. chap. II, § 4, « Durée de l'emprunt ».

courte (émission limitée), pour restreindre le nombre des souscripteurs, ou créer rapidement un vif mouvement d'intérêt;

longue, pour atteindre le plus grand nombre possible de souscripteurs;

illimitée, pour ne pas obliger l'emprunteur à clore sans avoir atteint ses fins;

réservee (à certaines catégories de prêteurs): anciens, modestes, importants, ou encore présentant telle ou telle particularité.

Au sujet du climat psychologique dans lequel se déroulent les opérations de lancement, relevons que les cas théoriques envisagés jusqu'à maintenant présupposaient une complète liberté de jugement, le prêteur étant surtout guidé par la publicité visuelle et conseillé par les préposés des guichets de banques ou d'autres offices.

Mais des conditions différentes, du point de vue de la liberté de souscrire, peuvent présider à l'émission. Une contrainte plus ou moins apparente est concevable, qui s'exerce sur l'ensemble des prêteurs éventuels, et passe par degrés successifs de la simple propagande dirigée et orchestrée, à des campagnes tendancieuses, puis à l'attribution d'office, pour atteindre même la confiscation pure et simple des fonds « empruntés » (peut-on alors parler encore d'emprunt ?). De tels cas ne sont pas absolument exceptionnels, et, en période de péril collectif national, de guerre par exemple, le besoin de capitaux peut être si pressant que l'Etat se doive de recourir à telle procédure d'exception, au nom du bien de tous ¹.

Comme première ressource nous trouvons l'*emprunt patriotique*, ainsi qualifié en raison de l'usage que l'Etat cherche à faire des vibrations de la corde sensible du même nom. Cette formule ressort périodiquement en temps et lieu, mais sans rencontrer de succès bien marqué (les auteurs de traités financiers sont unanimes à ce propos). Pris isolément, le souscripteur se résoudra difficilement à des conditions moins favorables que de coutume, et son égoïsme

¹ P. DIDIER, *Essai historique sur l'emprunt patriotique et l'emprunt forcé*. Thèse, Paris, 1924.

naturel s'opposera victorieusement aux sacrifices demandés à un public anonyme, au nom de nécessités impérieuses et de circonstances inéluctables. L'unification poussée des moyens de propagande, les efforts convergents des divers intermédiaires, combinés parfois avec la proclamation d'une amnistie fiscale, amélioreront certainement le rendement espéré, mais sans jamais excéder des limites relativement très basses.

Moyennant un nouveau pas dans la direction de la contrainte, qui de morale devient matérielle, nous trouvons l'*emprunt forcé*. Pour illustrer les différentes modalités selon lesquelles il prend jour énumérons, à titre d'exemples : le paiement des créanciers de l'Etat au moyen d'obligations, le blocage de certaines formes de monnaie scripturale avec restitution de leur contre-valeur en titres, l'augmentation des cautions de fonctionnaires publics, l'attribution de contingents aux communes et quartiers (libre à la municipalité de les répartir selon les capacités de chacun).

Sans compter les résistances auxquelles il faut s'attendre, les palabres et les dérobades, avouons que ce mode hautement autoritaire s'accompagne de tous les germes du mensonge et de la fraude. A ce point, mieux vaut un impôt d'exception qu'un emprunt dans ces termes. Les leçons du passé montrent du reste qu'il finit généralement en impôt, par suspension du service de la dette, ou réputation pure et simple, après des prorogations préliminaires et symptomatiques. Une réserve s'impose : des raisons d'Etat très particulières conduisent parfois à des conclusions exceptionnellement différentes.

Notons enfin que le placement d'obligations, accompagné d'une politique de main forcée, n'est pas l'apanage exclusif de l'Etat. Des cas similaires se rencontrent durant la réorganisation de sociétés en état précaire. Il en est ainsi lorsque les créanciers s'entendent pour donner à de telles sociétés une dernière chance, en consentant à une immobilisation de leurs avoirs échus plutôt que de pousser à une liquidation éventuelle, avec réduction vraisemblablement irrémédiable des créances. Si des obligations sont alors remises en paiement provisoire, l'emprunt contracté de la sorte prend aussi un aspect *forcé*.

§ 4. LIBÉRATION DES OBLIGATIONS

Les modalités et l'époque du versement de la contre-valeur des obligations souscrites, varient selon les dispositions convenues. Les obligations seront libérées, par exemple :

- a) à la souscription et en une seule fois, par simplification, avec livraison simultanée des titres, dans le cas des emprunts de montant illimité en particulier;
- b) avant la remise des obligations, mais après partage et répartition des contingents, si les offres de fonds dépassent le maximum fixé;
- c) par acomptes successifs, pour faciliter le placement (épargne forcée, placement « à tempérament », *loans make deposits*); le papier-valeur n'est alors remis au souscripteur qu'après le paiement du dernier acompte;
- d) sans versement d'espèces, lorsque ces titres viennent remplacer des obligations anciennes (conversion), ou sont remis à des créanciers ou autres ayants droit, en lieu et place de numéraire.

§ 5. REMBOURSEMENT DES EMPRUNTS ET DES OBLIGATIONS

Une distinction doit être faite entre le remboursement des emprunts et celui des obligations. Le premier concerne le point de vue du débiteur, qui s'oblige à payer régulièrement les sommes globales fixées par contrat, tandis que le second (le remboursement des obligations) se rapporte à l'optique de l'obligataire, qui attend la restitution de ses fonds pour des dates souvent incertaines¹. Notons, en plus de ce qui a déjà été consigné au sujet du remboursement des obligations, qu'en règle générale leur amortissement se fait intégralement et en une seule fois, peu importe que le titre ait été appelé par un tirage au sort ou désigné par tout autre procédé.

Le remboursement des emprunts, vu leur masse considérable, n'est généralement pas possible en une seule fois sans risquer de

¹ Cf. chapitre II, § 5.

troubler l'équilibre économique et budgétaire, toujours si difficile à réaliser. Le fractionnement des échéances est donc souhaitable pour l'emprunteur, et entraîne le recours aux tableaux d'arrérages ou d'amortissement. Ce sont des plans généraux et récapitulatifs des sommes à affecter chaque année au service de la dette (en intérêt et en principal), établis en fonction des conditions de remboursement convenues. Les mathématiques financières ont créé à cet effet un arsenal de formules, facilitant la détermination rapide et précise des annuités correspondant à l'adoption de telle ou telle stipulation (annuités fixes, croissantes, décroissantes, échelonnées, en paliers, différées, terminables, etc.).

Les programmes de remboursement peuvent être assouplis par la liberté d'action laissée à l'emprunteur — dans un cadre déterminé — d'accélérer ou de ralentir la cadence de ses paiements selon la mesure de ses disponibilités ¹. Les prêteurs ne remarqueront pratiquement rien, puisque l'échéance de chaque obligation prise séparément n'est coûte que coûte pas connue d'avance, et que l'époque ultime du remboursement total reste inchangée. Mais les instituts financiers, banques, et autres professionnels s'en apercevront rapidement pour les raisons suivantes :

s'il s'agit de sociétés privées, le poste correspondant du bilan n'aura pas évolué de conformité depuis le dernier rapport d'exercice ; pour l'Etat, c'est la présentation des comptes annuels qui signalera le décalage ;

enfin, dans un cas comme dans l'autre, les publications obligatoires ou convenues mentionneront le changement survenu.

L'effet dépressif de ces mesures dilatoires sur la confiance des porteurs et sur la tenue des titres ne peut donc pas être évité.

Dans la plupart des cas, la composition des tranches à rembourser résulte du tirage au sort d'obligations individuelles ou, par simplification, de séries de titres. Mais l'exécution ponctuelle d'amortissements financiers annuels ne requiert pas forcément la désignation préalable et l'appel de titres. Il en est ainsi dans les cas ci-après :

¹ Cf. chapitre II, § 5.

- a) le rachat d'obligations en bourse, si le cours, plus frais et intérêts courus, n'excède pas la cote du pair plus primes de remboursement; cette opération, lorsqu'elle est possible, profite généralement à l'emprunteur, qui reprend une plus grande quantité d'unités pour une même somme décaissée ¹;
- b) le rachat par demande d'offres — dans cette éventualité, l'emprunteur s'efforce d'aller au-devant des désirs de porteurs voulant recouvrer leurs fonds plus vite que normalement prévu; une telle clause améliore donc la liquidité du placement;
- c) le rachat par concurrence d'offres (au-dessous du pair plus primes) — il se conçoit parfaitement durant une période d'« illiquidité » du marché des capitaux, ou dans les contrats en « perpétuel », ou enfin pour les emprunts à revenu modéré en temps de hausse des taux ²;
- d) la reprise d'obligations en règlement de droits, taxes, impôts, ou en paiement de factures ³.

S'il se décide à recourir à la reprise anticipée de titres ou à leur rachat (sous réserve de conformité avec les clauses du prêt qui en limitent parfois l'emploi), l'emprunteur acquerra :

- 1^o soit quelques unités seulement, le solde de l'annuité prévue étant tout de même tiré au sort;
- 2^o soit le nombre d'obligations prévu dans le tableau des arrérages (amortissement normal);
- 3^o soit un nombre supérieur de titres, jusqu'à concurrence du montant total de l'annuité (l'amortissement s'accroît du bénéfice financier réalisé);

¹ Notons que des achats persistants, consécutifs à l'application de cette méthode, risquent fort de renverser une position accidentellement favorable des cours.

² Les deuxième et troisième variantes présupposent de la part des porteurs voulant être remboursés par préférence, ou pressés de mobiliser, soit un modeste sacrifice (prime de liquidité), soit le renoncement à quelque avantage mineur, soit l'exécution d'une simple formalité d'inscription.

³ Cf. chap. II, § 7, lettre H.

4^o soit enfin une quantité illimitée de titres, tant que le prix de rachat restera favorable et que l'emprunteur disposera de liquidités suffisantes à cet effet ¹.

En faussant le jeu normal des remboursements, ces pratiques désavantagent les prêteurs qui, sans vouloir se dessaisir de leur propre chef, espéraient néanmoins que le tirage au sort leur permettrait d'obtenir un peu vite le capital augmenté de la prime de remboursement. Pour rétablir un certain équilibre, le débiteur prévoira, par exemple, qu'une fraction irréductible de chaque annuité sera tirée au sort, ou qu'une partie du profit réalisé sur les rachats sera rétrocédée aux obligations restantes.

Ces modes d'amortissement non systématiques sont générateurs de perturbations dans l'ordre numérique des titres remboursés, et coupent les séries continues auxquelles la théorie nous avait préparés. Les prévisions mathématiques des tableaux d'amortissement et les programmes de financement ne seront cependant pas modifiés pour autant, car suivant les dispositions contractuelles adoptées, le volume des titres repris, et enfin les intentions de l'emprunteur, il reste possible d'imputer les obligations retirées de la circulation :

sur les prochaines tranches de remboursement à venir (le rachat se substitue ainsi aux tirages annuels),

ou, au contraire, sur les annuités les plus éloignées; ces remboursements supplémentaires entraînent donc une accélération de l'amortissement,

à moins que l'on ne remette ultérieurement en circulation, à une époque plus propice, les excédents trop massifs repris au marché durant une phase de chute des cours ².

¹ Ce cas se rattache à la pratique dite du *fonds de soutien des cours*; le but recherché n'est alors point tant l'amortissement de l'emprunt que le maintien de sa tenue en bourse, par achat des quantités offertes, lorsqu'elles viennent à dépasser trop largement la demande; on évite ainsi la chute du cours et le discrédit qui pourrait en résulter (cf. chap. II, § 7, lit. e).

² Cette pratique est un corollaire de celle évoquée dans la note ¹ ci-dessus.

§ 6. CONVERSION D'EMPRUNTS ET CONVERSIONS EN EMPRUNT

La reconduction d'un prêt s'appelle renouvellement; la conversion en est une forme, généralement accompagnée d'une substitution de titres, avec changement de quelques clauses et modification du taux de l'intérêt. Si ce dernier est en baisse sur le marché de l'argent, les emprunteurs se trouveraient en mesure de contracter, par la suite, à des conditions moins onéreuses. Pour éviter d'avoir à entamer des pourparlers avec tous les obligataires, et d'essayer de les amener tous à composition, ou pour ne pas réduire autoritairement le taux payé (ce que pourrait encore se permettre l'Etat), il suffit aux emprunteurs d'user tout simplement du droit contractuel de dénonciation au remboursement anticipé. Ils combineront cette mesure avec le lancement simultané d'une nouvelle émission, réservée par priorité aux porteurs anciens, à l'instar de la pratique du *droit de souscription préférentiel* des actionnaires (car il est bon de soigner le prêteur, même en ne lui offrant que cette fiche de consolation !). Libre alors aux souscripteurs anciens d'accepter l'échange, ou de préférer le remboursement en espèces.

Conversion également lorsqu'un échange de titres survient avant l'échéance, et vise à remplacer une combinaison de conditions par une autre.

Conversion encore quand les détenteurs de valeurs échues renouvellent leurs contrats. Il se peut que l'emprunteur leur accorde alors, par manière de reconnaissance, une *prime de fidélité* sous la forme d'un rendement légèrement relevé (conformément à certaine tendance de marché du reste, plutôt qu'en raison d'un mouvement vraiment altruiste).

Conversion toujours, quand l'Etat rembourse ses dettes au moyen d'obligations ou de titres de rente. Nous pourrions également parler dans ce dernier cas de *reconduction forcée*, par similitude avec les emprunts sous contrainte dont il était question plus haut¹.

¹ Cf. § 3 ci-dessus.

§ 7. NON-REMBOURSEMENT DES EMPRUNTS

Avec les formes de remboursement différé, introduites par le concept *conversion*, nous nous rapprochons du terme de l'examen des possibilités, qui se clôt sur des éventualités négatives:

- a) en premier lieu, la prescription légale, qui survient lorsque le prêteur anonyme omet d'encaisser la contre-valeur de ses titres échus (qui cessent alors de porter intérêt)¹, et oublie durablement de réclamer la restitution des fonds ou le paiement du revenu et des accessoires;
- b) dans un autre sens, la suspension; elle résulte de la situation précaire du débiteur impécunieux, qui ne peut tenir ses engagements sans une halte intermédiaire pour reprendre souffle;
- c) ensuite, le moratorium, forme légalisée de l'état de fait ci-dessus;
- d) enfin, la répudiation: en vertu de l'axiome de droit public cité à la fin du chapitre précédent, l'Etat peut, sans scrupule, se dégager définitivement de ses obligations financières (alors que le secteur privé menace au moins le débiteur trop aventureux de la faillite et de l'acte de défaut de biens).

Sur le plan étatique, une mesure aussi radicale que la méconnaissance délibérée des dettes anciennes — décision nécessitant du reste un certain courage — réduit à néant le crédit public. Pour éviter cet effet désastreux, l'économie moderne a redécouvert, en remplacement d'une telle épreuve de force, le mécanisme de la dévaluation du papier-monnaie. Le résultat est approximativement le même, mais la méthode est combien plus douce ! Au point de vue monétaire, c'est la banqueroute cynique. Sous l'angle de la finance: *l'amortissement silencieux*.

Nous pourrions maintenant passer sans transition à la deuxième partie de notre travail. Cependant, nous avons encore quelques détails à examiner au préalable.

¹ Transformant ainsi l'emprunt en une avance de fonds à vue, gratuite pour le débiteur.

§ 8. CRITÈRES D'APPRÉCIATION, RISQUES SPÉCIFIQUES ET RISQUES GÉNÉRAUX

Grosso modo, les critères d'appréciation se ramènent à l'examen de quelques rapports, touchant le rendement (élément d'importance !), la sécurité (par les garanties), et enfin la liquidité.

$\frac{\text{Taux effectif de l'emprunt}}{\text{Taux moyen du marché}} =$ coefficient de qualité du rendement financier, abstraction faite des avantages accessoires ou connexes.

$\frac{\text{Capital versé} + \text{réserves}}{\text{Montant de l'emprunt}} =$ indice de sécurité, de couverture économique (d'autant plus efficient si les obligataires sont des créanciers privilégiés).

$\frac{\text{Fonds propres}}{\text{Passif exigible (emprunt y compris)}} =$ indice général de la sécurité du passif, applicable aux cas d'emprunts sans garanties économiques ¹.

$\frac{\text{Revenu national}}{\text{Dette publique}} =$ indice général de sécurité pour les emprunts de type étatique.

$\frac{\text{Epoque moyenne de remboursement}}{\text{Durée moyenne des emprunts présents sur le marché}} =$ coefficient qualificatif de liquidité comparée.

Rappelons brièvement à cette occasion, les deux antinomies suivantes :

sécurité / rendement
liquidité / rendement

et notons que, dans chaque cas, le rendement se trouve être fonction inverse de la sécurité et de la liquidité.

En plus des conclusions objectives résultant de la confrontation sommaire d'éléments matériels généraux, l'appréciation des titres est également une conséquence de la valeur que chaque individu

¹ Nous verrons plus loin, au chapitre IX, d'autres critères d'appréciation, concernant plus particulièrement la garantie du capital emprunté, dans les entreprises privées ou publiques.

attribue aux particularités accessoires du contrat. Nous touchons là à des critères d'ordre subjectif, dont la variété ne connaît pas de limite.

Enfin, de même que le taux du dividende détermine moins le cours de bourse des actions que ne le font les perspectives économiques et la qualité des dirigeants de l'entreprise, ainsi pour les obligations devrait-on examiner d'un œil attentif la personnalité et le caractère de l'emprunteur — du législatif et de l'exécutif s'il s'agit d'un Etat ¹. Le choix minutieux des débiteurs, puis le principe de répartition des placements (qui procède lui-même de la loi des grands nombres, et s'exprime de façon courante par le dicton qui recommande « de ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier »), sont certainement les meilleures protections que l'on puisse trouver contre les risques inhérents à la personne de l'emprunteur, à l'emploi des fonds confiés, et au domaine où s'exerce l'activité de l'intéressé.

A côté de ce que nous pourrions appeler le facteur malchance — interne —, nous rencontrons des risques permanents extérieurs : les impondérables.

Ainsi en est-il des fluctuations de la conjoncture économique, dont les causes sont multiples, et les effets périodiques, quoique d'intensité variable ². De même encore, à l'endroit des développements parfois lamentables de la situation politique internationale, qui sombre de temps à autre dans de noires catastrophes militaires, dans la guerre toujours plus *totale*, qui paralyse la production et développe surtout une consommation improductive de forces vives et de richesses.

Pour les emprunts, les conséquences directes de ces impondérables sont, en particulier :

l'altération technologique des sécurités,
le retard dans le service des paiements,

¹ L'estime et la confiance dont les emprunteurs auront su se rendre dignes se refléteront donc dans le cours de bourse de leurs obligations.

² La prospérité de ces dernières années, tombant à travers des dates fixées par extrapolation de courbes et données statistiques, a jeté de nouveaux doutes sur certains principes, pourtant bien établis, des théories dites *cycliques*, à moins que les irrégularités constatées ne soient que l'exception confirmant la règle.

la suspension du règlement des sommes échues,
le moratoire et la répudiation des engagements.

Et les conséquences indirectes :

l'amenuisement des réserves monétaires,
les déséquilibres et distorsions du système économique,
l'inflation et la dévalorisation de la monnaie, puis
la dévaluation, qui entérine une déficience devenue permanente.

A nouveau, les dangers du nominalisme monétaire, combiné avec de longs termes, apparaissent nettement à nos yeux. Accordons-leur maintenant toute l'importance qu'ils méritent en leur consacrant la deuxième partie de notre travail.

Note : Jusqu'à présent, nous avons surtout envisagé le point de vue de l'obligataire, et ne nous sommes que peu occupé de celui de l'emprunteur. Ce dernier ne sera pas négligé pour autant. En effet, les considérations se rapportant à son optique de la pratique obligataire seront reprises séparément au chapitre IX, intitulé « Economie d'entreprise, Emprunts et Dépréciation monétaire ». Nous sauterons la barrière à cette occasion, et passerons du prêteur (capitaliste ou épargnant) à l'emprunteur (banquier, commerçant ou industriel).

DEUXIÈME PARTIE

LES EMPRUNTS-OBLIGATIONS ET L'ÉCONOMIE MONÉTAIRE

Après l'incursion faite dans la technique et la pratique des emprunts par obligations, nous allons examiner, au cours de cette seconde partie de notre étude, les prêts obligataires dans le cadre du système monétaire contemporain. Pour ce faire, nous mettrons en rapport les emprunts à moyen et long terme avec le phénomène hélas ! trop connu de la dévalorisation progressive et continue de la monnaie ¹, de la diminution lente et perpétuelle de son pouvoir d'achat. En étudiant les conséquences du *terme*, nous garderons en mémoire cette boutade du célèbre économiste anglais KEYNES, rappelant, à propos d'une préoccupation trop exclusive de l'avenir lointain,... « qu'à long terme nous serons également tous morts ». Sans nous laisser complètement obnubiler par le seul facteur *temps*, nous lui consacrerons maintenant une large place, à laquelle il a du reste pleinement droit.

¹ L. DE RIEDMATTEN, *Variations des monnaies, des salaires et des prix à travers les siècles*. Versailles, 1945.

CHAPITRE IV

TEMPS ET MONNAIE

Le titre d'une publication dont nous avons eu connaissance en son temps, *La mort des monnaies* ¹, n'est pas qu'un slogan destiné à frapper l'attention de saisissement. Il répond bien plutôt à une réalité incontestable. L'ingénieur belge MICHELET ², auteur de théories économiques dépassées par l'évolution des recherches au cours de ces dernières décennies, a rassemblé à ce propos une masse d'observations dans lesquelles nous pouvons puiser en toute impartialité ³.

§ 1. INSTABILITÉ DU POUVOIR D'ACHAT DE LA MONNAIE

Que l'accroissement du volume de la monnaie de papier en circulation, sans augmentation corrélative et proportionnelle de la couverture métallique,

que la création de pouvoir d'achat sans apparition simultanée d'une contrepartie en marchandises ou en services,

que les destructions de richesses, massives et effroyables, consécutives aux guerres modernes,

que les augmentations de revenu plus que proportionnelles aux accroissements de la production,

que l'augmentation des frais de la production de l'or,

que le déficit de la production d'or par rapport à l'augmentation de la population mondiale,

que l'amélioration artificielle du standard de vie,

¹ Malgré des recherches assidues, nous n'avons pu retrouver son auteur.

² G. MICHELET, *Principes de valoristie*. Bruxelles, 1936.

³ Voir aussi R. SÉDILLOT, *op. cit.*

que les déficits budgétaires incessants, ou le déséquilibre permanent de la balance des comptes,
que telle inégalité entre facteurs économiques,
tel déséquilibre des changes,
ou telle distorsion dans l'enchaînement des processus de production, distribution et consommation, ou investissement et répartition,

en soient la ou les causes concomitantes, il subsiste un fait indiscutable, et incontesté du reste: que toute monnaie perd progressivement de son pouvoir d'achat. Cette diminution peut se produire par à-coups (avant/après-guerre, ou crise), ou au contraire lentement, durant de longues périodes de paix et de prospérité. Représentée graphiquement, elle suivrait une droite, si l'on considère son *trend*, qui correspond au taux de 5% l'an pour certains (dont G. MICHELET), ou moins selon d'autres (tels R. SÉDILLOT et L. DE RIEDMATTEN).

Les prix des marchandises et services se modifient corrélativement dans le sens d'une hausse simultanée et approximativement équivalente. Mais l'ensemble de leurs rapports reste inchangé tant qu'un rajeunissement des procédés techniques de production, ou un changement dans la structure de la demande globale, ne viennent révolutionner un domaine particulier ou bouleverser l'état de choses, en provoquant une réduction notable des coûts ou une modification des rapports entre les prix en cause. L'esprit d'invention n'étant jamais au terme de la rationalisation, ni à court de moyens ou de ressources, il y a évidemment toujours lieu de s'attendre à de nouvelles baisses ici ou là. Ce ne seront cependant que des cas isolés parmi la foule des éléments en croissance.

§ 2. CONSÉQUENCES DE LA DÉPRÉCIATION MONÉTAIRE POUR LES CONTRATS DE PRÊT A TERME

Ce que nous venons de voir au paragraphe précédent ne jouerait pas un rôle bien appréciable si les contrats auxquels nous vouons notre attention se liquidaient dans des délais suffisamment brefs.

Dans cette éventualité, la dévaluation progressive resterait un élément relativement peu sensible, mis à part le cas des conventions chevauchant une courte période de grands remous économiques ou monétaires.

Mais le terme des prêts obligataires est éloigné par définition. Ces échéances tardives mettent donc tout spécialement en évidence le facteur de dépréciation du numéraire, de l'unité de compte mentionnée dans le libellé de l'emprunt. Les montants convenus restent nominalement inchangés, tandis que le pouvoir d'achat qu'ils représentent s'amointrit avec le temps. Autrement dit, tant le principal que les accessoires, pourtant déterminés avec précision par référence à des espèces ayant cours, sont victimes des mêmes pertes de pouvoir d'achat que le numéraire qui les exprime.

Ainsi, tout se passe comme si le capital restitué à l'expiration du contrat était formé de pièces plus petites que celles ayant composé la prestation originaire, l'intérêt ayant permis, de par son paiement annuel, la constatation périodique de cette réduction progressive.

Le problème est ancien, mais la définition imprécise, incorrecte, ou incomplète des éléments de son énoncé, retarda la date de sa résolution. Mal posé, contesté au cours des âges, il demeura longtemps même à l'état d'hypothèse, pour ne pas dire de simple pressentiment. Une élite intellectuelle avait pourtant saisi le fond des maux subis avec plus ou moins d'intensité selon les époques, mais elle n'avait pu le situer ni le diagnostiquer avec suffisamment d'exactitude.

De plus, la stabilité relative des monnaies, de la Révolution française ¹ pour fixer un jalon, à la Grande Guerre de 1914-18, fit même tomber la question dans l'oubli. Mais la tourmente économique qui suivit le premier conflit mondial, et les nouveaux affaissements monétaires consécutifs au second, la firent revenir au premier plan des préoccupations financières.

Ces prémisses matérielles ne sont pas les seules causes ayant mis en lumière le problème qui nous préoccupe. Conjointement à ces

¹ Exactement du 17 germinal an XI (28 mars 1803).

rappels brutaux de la réalité, notons encore l'extension prise par la science économique au sein des disciplines morales, c'est-à-dire :

le développement de l'économie politique, et de ses méthodes d'observation et d'analyse,

le plus grand nombre de savants s'occupant de cette matière,

la multiplication des écoles d'économistes,

la floraison d'instituts d'études de la conjoncture, tant privés que publics, causée par une économie mondiale en plein essor,

le retentissement que connaît de nos jours le fruit de leurs constatations et de leurs travaux.

A côté de ces apports théoriques contribuant à améliorer la connaissance, relevons une évolution simultanée dans le domaine des doctrines économiques et de leur application sociale, savoir :

l'évolution des rapports entre agents économiques, rapports qui passent du stade des contrats de personnes à celui des relations de masse,

la meilleure détermination de la relation d'interdépendance entre barème des salaires et niveaux des prix, ainsi que les conventions de rajustement des taux de rémunération en fonction de l'évolution des indices du coût de la vie,

l'institution du cours forcé, de façon pratiquement ininterrompue durant les trente dernières années, avec disparition générale des monnaies métalliques d'or pourtant réputées depuis des millénaires — loi de Gresham,

l'organisation collectiviste et socialiste de l'économie, où les masses désormais syndiquées, se cherchent pour s'entendre, et passent des conventions multilatérales en vue d'assurer la sécurité et la paix dans le travail,

enfin, l'essor économique mondial en général, aussi bien que les études administratives de l'économie dirigée, ou l'établissement des programmes et budgets de l'économie planifiée, en particulier.

En résumé, retenons comme conséquence extraordinairement néfaste du long terme : l'*instabilité fondamentale* du pouvoir d'achat

nominal, tant du capital que du revenu. Parmi les éléments d'appréciation d'une obligation, l'échéance prend dès lors une signification sans précédent.

§ 3. CONSÉQUENCES PARTICULIÈRES DE L'INSTABILITÉ DU POUVOIR D'ACHAT DE LA MONNAIE

Qu'il s'agisse de l'épargnant, du rentier ou du capitaliste, il est notoire que les placements en valeurs à montants et revenus nominaux fixes, exprimés en espèces, présentent un danger véritable lorsque la monnaie perd de son pouvoir d'achat par suite de la hausse simultanée des prix (inflation). Ce phénomène, nous l'avons dit, n'est pas forcément soudain ni instantané. Il peut se produire de façon latente, larvée, progressive et continue, durant les semaines, les mois, les ans et même les décennies précédant l'expiration du terme de remboursement. L'individu, il est vrai, s'habitue à la dévalorisation monétaire, comme il fait périodiquement preuve d'accoutumance, en temps de crise économique grave ou de conflit armé (peut-être même s'accommode-t-il mieux de ce désagrément que des deux autres).

Il n'est donc pas à craindre que le réveil soit brutal, lors de la prise de conscience de cette réalité, au cours d'une comparaison, par exemple, de la valeur d'achat des sommes prêtées en leur temps avec celle des montants reçus en remboursement (les mêmes, en chiffres). En effet, l'unité de compte, franc, mark, livre, dollar ou autre, garde son nom en dépit des réductions — conformément à la doctrine du nominalisme monétaire — ou reste en tout cas le moyen inchangé d'expression des prix — malgré les dévaluations. Elle est donc victime de l'incorporation d'une valeur représentative moindre, tant et si bien qu'au moment de la restitution des fonds échus, aucun étonnement soudain ni déception subite ne se manifesteront intempestivement.

Le problème posé par la baisse progressive du pouvoir d'achat de la monnaie n'est pas un attribut exclusif des emprunts par obligations. Il se retrouve dans tous les contrats à long terme portant sur des sommes fixes, tels que les assurances-capitaux (ou -épargnes),

les viagers, prêts hypothécaires, etc. Particulièrement accusé pour les valeurs pupillaires, dans leur forme traditionnelle tout au moins ¹, le phénomène est le même que pour les rentes. Ces dernières, constituées en principe par accumulation d'économies au temps des gains substantiels, font ensuite l'objet de placements en titres, viagers ou autres contrats à montants nominaux. Mais l'âge de la retraite venu, elles ne restituent qu'une guelte modeste, parfois infime, en tout cas sans rapport avec l'effort d'épargne et avec les privations consenties antérieurement.

Les caisses de pension, institutions de bienfaisance, fondations et œuvres diverses se trouvent dans des conditions identiques: la modicité des revenus du capital ne suffit pas à combler le déficit résultant de la dépréciation de l'actif (absence d'autofinancement compensatoire). De plus, l'amenuisement de la valeur réelle des recettes empêche une adaptation nominale éventuelle, en vue de maintenir le pouvoir d'achat des rentes servies ou des prestations allouées. Des problèmes financiers vitaux se posent alors, indépendamment de ceux soulevés par les crises organiques dites cycliques. Ils ne pourront être résolus que par injection de sang frais, de fonds nouveaux qui s'en iront rejoindre les autres... et leur format réduit.

Un manque de dynamisme dans la façon de placer leurs fonds ne peut être reproché à ces innombrables individus ou collectivités bien intentionnés. Non, ils sont tous victimes de traditions de sagesse héritées d'un passé différemment construit, ou d'obligations légales ou statutaires qui ont limité l'accès du portefeuille aux valeurs tout à fait sûres, de montant invariable et précis, et de revenu certain et nominalement toujours égal.

§ 4. NOMINALISME ET ÉTHIQUE

Ce qui précède nous amène à poser la question suivante: les contrats de prêt à montants fixes stipulés en monnaie sont-ils incorrects ? illégaux ? illicites ? illégitimes ?

¹ Car, malgré les intentions les meilleures, elles conservent plus difficilement l'intégralité du pouvoir d'achat des fonds confiés et investis.

Que non pas !

Seule la déformation dont est victime la valeur du numéraire leur fait prendre cet aspect ruineux, qu'une politique de saine finance publique écarterait, en sapant à la base les causes principales de la diminution perpétuelle du pouvoir d'achat de la monnaie. Mais pour ce faire, il faudrait encore pouvoir supprimer les guerres... Ce serait demander trop de vertu aux peuples, que de leur enjoindre la recherche de solutions pacifiques à leurs maux, dans une attitude procédant d'une modification de leur comportement ! Puis il subsisterait néanmoins des facteurs économiques dépressifs, ainsi que nous l'avons vu plus haut, au paragraphe premier de ce chapitre.

Il n'empêche que les défauts des contrats nominaux causent la ruine d'innombrables porteurs de valeurs à capital et revenu fixes exprimés en numéraire. L'Etat ne cherche pas à se disculper de la part prise — bien involontairement sans doute — à la réalisation de ce pitoyable état de choses. Et c'est ici qu'interviennent les avantages *intuitu personnae* ¹, qui ne sont pas directement attachés à la seule possession du titre, mais dépendent subséquemment de la situation matérielle du porteur.

Après 1918, aussi bien que dans les années ayant suivi 1945, l'Etat s'est vu contraint ², moralement d'abord, puis matériellement surtout, de se pencher sur le sort de ceux qui misèrent complètement sur ses promesses, se fièrent entièrement à lui, et mirent à sa discrétion la totalité de leurs modestes avoirs. Amenuisés par le processus que nous avons esquissé, ces derniers devinrent insuffisants, et plongèrent leurs détenteurs dans la détresse et le dénuement.

Il ne s'agit plus dès lors de résoudre le problème de la valorisation des emprunts publics en général, mais de revaloriser uniquement — et avec quelle parcimonie en pratique — les revenus des détenteurs n'ayant fait fond que sur l'Etat. Des mesures ressortissant moins à l'économie financière qu'à l'aide sociale seront prises en fonction de divers éléments, parmi lesquels nous distinguons :

¹ Cf. chapitre II, § 7.

² En France et en Allemagne plus particulièrement, puis aussi en Angleterre (cette courte énumération n'est du reste pas limitative).

- a) l'âge du porteur des titres visés, qui doit les avoir acquis à la souscription, ou tout au moins avant la dévalorisation (et non pas juste avant l'enquête !),
- b) le revenu global annuel de l'intéressé.
- c) vraisemblablement aussi: l'état de famille du sujet en cause,
- d) avec, de surcroît, limitation du montant maximum de la demande.

En outre, la *restitution* ne s'effectue pas dans la proportion exacte du pouvoir d'achat perdu — ce qui risquerait de soulever l'ire des autres porteurs de fonds d'Etat et de susciter des demandes similaires de la part des détenteurs d'obligations privées. Non, l'indemnisation suit une mesure bien moindre, par application d'un coefficient trois, cinq, dix fois inférieur à ce qu'il devrait être en réalité, mathématiquement parlant. En un mot, il n'est pas question de rétablir le *statu quo ante*, mais d'accorder uniquement une aide sociale minimum, ayant la reconnaissance non comme mobile mais comme critère partiel de répartition ¹. Le tout s'accompagnant, ainsi que nous venons de le voir, des précautions destinées à éviter les abus, et à bien restreindre le bénéfice de ces avantages extraordinaires à ceux seulement qui, sans cette modeste indemnisation, tomberaient à la charge de la charité publique. Ainsi qu'en médecine le remède calme plus souvent les effets qu'il ne s'attaque directement à la cause du mal — peu ou mal connue —, les solutions trouvées pour adoucir les conséquences néfastes de la dévalorisation ne sont que des palliatifs. Nous devons donc voir s'il n'existe pas une possibilité d'éviter tout de même les dommages consécutifs au déplorable état de fait ci-dessus décrit, inchangeable dans son fond mais non dans ses conséquences.

¹ Des cas de revalorisation indirecte, et très modérée, se rencontrent dans certaines formules de conversion: l'Etat accepte par exemple la libération partielle ou totale des souscriptions à de nouvelles émissions (plus attrayantes), au moyen de titres anciens et dépréciés, ou de rendement moindre; autre exemple: la constitution de rentes sans capital pour le produit des obligations en cause, à la valeur ancienne de la monnaie, sous la forme d'un viager dont la validité peut être étendue jusqu'à la majorité des héritiers (descendants directs seulement).

§ 5. QUESTION D'ÉTHIQUE

Avant de nous livrer à cet examen, demandons-nous s'il est juste, du point de vue de la morale, de chercher à se protéger contre les effets de la dévalorisation monétaire. Cette question a été débattue dans maints pays un quart de siècle plus tôt, à propos des conditions de validité de la clause-or ¹. Elle le fut du reste au xvi^e siècle déjà, et certainement plus tôt aussi. C'est ainsi que l'érudit Ch. DUMOULIN (1500-1566), que le professeur A. NUSSBAUM, classé parmi les jurisconsultes les plus remarquables de tous les temps ², s'exprime comme suit dans son *Sommaire des contrats*, édité en 1546:

«...entre sujets d'un mesme prince ou république n'est recuable ny admissible le débat de la mutation d'aloÿ, qui consiste en la détermination du supérieur ou ordonnance politique à laquelle il faut obéir. Vray est que de droit telle mutation ne se doit faire sans le consentement du peuple et mesme par plusieurs ordonnances anciennes ... appert le consentement du peuple y avoir esté requis. Mais tout ainsi qu'une misère publique quand elle est advenue, se doit porter par tous, et ne se doit par l'un des sujets reprocher ou rejeter sur l'autre: aussi n'est admissible entre eux le débat de ladite mutation. »

En des termes plus modernes, et mis à part les considérations se rapportant à la défense de mettre en discussion une loi de dévaluation (nous sommes en période d'absolutisme, où il *plaît* au prince que tels disques de tel métal aient telle valeur, nous dirons:

- 1) une dévaluation ne devrait pas être décidée sans le consentement préalable du peuple, consulté à nouveau — au cas où il aurait donné antérieurement un accord général mais imprécis —; puis,
- 2) nul ne devrait avoir le droit de se soustraire aux conséquences néfastes résultant de changements de la définition du numéraire par rapport à l'or.

Puisque nous nous sommes proposé de parler d'éthique, dans ce paragraphe, nous retiendrons avant tout le principe moral exprimé

¹ Cf. chapitre V.

² A. NUSSBAUM, « La clause-or dans les contrats internationaux — Acc. de Droit Int. de La Haye », *Recueil des cours*, tome 43, 1933, I.

par la seconde proposition. Il se résume comme suit : la solidarité humaine la plus élémentaire devrait interdire la pensée que certains particuliers puissent se soustraire aux conséquences préjudiciables d'une calamité nationale.

Il est vrai que la dévaluation de la monnaie ne devrait pas être décidée sans une nouvelle consultation populaire. Mais, d'un autre côté, DUMOULIN refuse au citoyen le droit de discuter une décision, qui appartient par essence au pouvoir politique. Sans nous préoccuper de ces aspects juridiques de la question, reconnaissons que le *cours légal*, devenu de nos jours une catégorie de l'esprit, n'aurait jamais dû faire place à ce monstre d'injustice qui se présente sous la forme du *cours forcé*.

De cause en cause, nous allons retomber sur des problèmes fondamentaux et insolubles, touchant à la découverte de remèdes permettant d'éviter le déséquilibre des finances d'Etat, ou de tuer les crises économiques dans l'œuf. Les meilleures théories conduisent à un penser international, à la recherche du bien-être mondial, à l'effacement des mesquins avantages particuliers devant l'intérêt général, à renoncer à l'hégémonie, etc. Nous sommes à la limite, pour ne pas dire au cœur de l'utopie, étant donné l'état de la nature humaine, en ce milieu du xx^e siècle.

Sans nous élever si haut, ni nous écarter par trop de la réalité, relevons encore, vu la situation dépeinte, que le nominalisme monétaire est une fiction vicieuse, préjudiciable et amoral. Alors que les bénéfices provenant de l'augmentation du prix des biens-fonds, valeurs mobilières ou marchandises en stock apparaissent légitimes, ceux résultant de l'assimilation de la monnaie métallique à une denrée ne le seraient pas ? Que le prince se soit arrogé le droit exclusif de battre monnaie et d'en fixer l'aloi, l'histoire en explique les raisons. Que la tradition ait isolé et conservé ce caractère sacrosaint de la fiction nominaliste, cela se conçoit. Mais ce ne sont pas des motifs suffisants de persister volontairement dans une voie que l'économie moderne a reconnue scabreuse.

De plus, la doctrine nominaliste défavorise plus particulièrement les épargnants et les rentiers, et non pas ceux dont les diminutions d'actif sont compensées par une réduction corrélative de leur passif.

D'un autre côté, et face à ces perdants, il est indubitable que les emprunteurs sont les grands bénéficiaires de l'amenuisement du pouvoir d'achat des fonds, entre le moment où ils ont été reçus et celui de leur restitution. Ce n'est que justice que de souligner ici le côté immoral des gains réalisés par le seul fait d'une position particulière du débiteur, dans le cadre du système monétaire contemporain. Ainsi, sans aucun effort, de par le seul écoulement du temps, et suite à l'évolution économique et monétaire, les dettes pourraient s'amenuiser ? Les différences ainsi apparues appartiennent-elles légitimement à l'emprunteur ? Le droit économique moderne ne semble pas s'être encore posé la question, si ce n'est toutefois sous l'angle de la fiscalité.

§ 6. PRÉCAUTIONS, MESURES DE DÉFENSE, CONTRE-OFFENSIVE

L'obligation morale de ne pas se soustraire aux effets néfastes d'un *changement d'aloï* peut trouver un correctif dans diverses mesures ; nous allons les examiner ci-après.

Posons au préalable que la date de promulgation de toute dévaluation, l'époque de toute dévalorisation, hausse des prix, ou inflation, n'est en principe jamais connue d'avance avec précision. Mais, dès l'approche du danger, de nombreux symptômes indiqueront à tout un chacun l'imminence du changement, ou peut-être seulement son éventualité prochaine. La hausse du prix des marchandises, la disparition des monnaies d'or, l'évolution des cours du change en sont autant de signes annonciateurs. Sans compter que la dévaluation se borne à entériner un état préexistant, caractérisé par la détérioration du pouvoir d'achat du numéraire.

Les précautions seront dès lors : la réalisation des créances nominales libellées en numéraire (donc en unités de compte monétaires), ou la réduction au minimum le plus strict des liquidités en monnaie devenue douteuse, avec investissement corrélatif en *valeurs réelles*.

L'application de telles mesures est des plus malaisée, et leur mise en vigueur conduit à un système fort mal pratique. En outre, ce ne sont que des dispositions défensives, passives, dirons-nous.

Mais il est possible d'agir en anticipant sur les résultats escomptés de l'application de la première précaution, de sorte que tout se passe comme si les créances avaient été mobilisées (sans que les désagréments de l'opération aient été encourus). Nous pensons aux mesures suivantes :

- a) rédaction de toute nouvelle créance en mentionnant des sommes supérieures, anticipant sur la hausse des prix ou la dévaluation pressenties;
- b) remplacement des créances anciennes par de nouvelles, libellées comme ci-dessus;
- c) stipulation de clauses de paiement en monnaie métallique, en excluant évidemment tout numéraire dont la valeur intrinsèque serait déjà trop faible, ainsi que toute pièce de cours forcé;
- d) mention de clause monnaie-or, poids d'or, titres-or (certificats), ou de clauses-marchandises;
- e) enfin, indication d'une base quelconque de référence matérielle, ou de tout autre *étalon réel* différent de l'unité de compte en vigueur (la monnaie fiduciaire), en veillant évidemment que le spécimen choisi augmente bien dans la mesure de la dépréciation crainte.

Des nuances séparent ces éventualités, nuances de nature similaire à celles qui permirent aux Grecs de donner Mercure en patron tant aux commerçants qu'aux voleurs. De la limitation des risques dans l'immédiat (défense passive), on passe à l'anticipation de leur réalisation (réaction active), puis à l'espoir de gagner au moment du changement (action offensive). On en arrive de la sorte à spéculer à la baisse, soit par multiplication des prêts munis de clauses conservatoires, soit au contraire par endettement maximum sans référence à un étalon sûr avec investissement simultané en valeurs réelles.

Tout n'est donc que mesure et doigté. La première hypothèse est un moyen raisonnable de simple défense; dans la seconde il s'agit de protection réfléchie, tandis qu'il y a intention de profit et esprit de lucre dans la dernière. Tel est plus rusé, plus intelligent, plus entreprenant ou plus avisé, qui finit par passer pour mal-

honnête. Sans compter que l'accumulation de précautions, de clauses de préservation ou de conservation, finit par créer un climat psychologique dépressif, qui aide à la réalisation plus rapide du péril redouté (ou escompté !).

Avant de clore ces considérations normatives, rappelons que la Grande-Bretagne, qui s'accroche à sa dignité au point d'ériger la fierté nationale en dogme, s'est toujours refusée à telle perte de prestige que de ne pas croire en la fermeté intangible du sterling ¹. Il lui est même arrivé d'essuyer de ce fait de cuisants revers, mais elle persiste, par orgueil ou vanité, à considérer la fermeté de la livre comme vérité fondamentale. Se trouverait-elle dans une position plus favorisée si elle avait agi autrement ? Nous ne répondrons pas à cette interrogation, car le faire présupposerait une réplique absurde à la question subsidiaire ci-après : une nation pourrait-elle ne pas croire en la grandeur de sa destinée ? En somme, ce que nous avons appelé successivement fierté, orgueil et vanité n'est en réalité qu'un acte de foi.

Après avoir porté l'accent sur le côté moral de la théorie des mesures de protection, nous passons, dans le chapitre suivant, à l'examen des clauses et dispositions contractuelles imaginées pour contrebalancer les pertes résultant apparemment de la dévalorisation monétaire. Nous envisagerons ces réalisations pratiques en passant du global au partiel, savoir : des contrats nominaux en général, aux prêts obligataires en particulier.

¹ J. MARCHAL, *Cours d'économie politique*, tome I, Paris, 1952.

CHAPITRE V

MESURES DE PROTECTION CONTRE LA DÉVALORISATION

Dans le cadre d'une protection contre la dévalorisation des unités de compte, l'histoire économique ancienne fait apport du recours aux monnaies métalliques et à l'or. Plus récemment, on voit apparaître la référence à des biens matériels, de marché suffisamment large pour soutenir la comparaison avec celui du roi des métaux. Enfin la science moderne, en dématérialisant nombre de notions, oppose à ces pratiques l'usage de données abstraites, et leur préfère des chiffres et des séries de nombres conventionnels, chargés de refléter moyennant certaine dose d'arbitraire un aspect particulier de la réalité économique. Nous allons examiner ces étapes successives au cours de ce cinquième chapitre.

§ 1. LA CLAUSE « MONNAIES RÉELLES » DANS L'HISTOIRE ÉCONOMIQUE

La dépréciation de la monnaie de papier est connue de longue date, nous l'avons vu. On la fait généralement remonter soit à l'inflation des assignats (1789-1796)¹ — lesquels avaient pouvoir libératoire de toute somme en espèces nonobstant toute autre convention — soit, au-delà de cette époque, au système de LAW (1716-1720). Sans être du reste les tout premiers du genre^{2 3}, ces événements se reconnaissent par un caractère commun : l'introduction de monnaie de papier et la proclamation simultanée de la

¹ G. JEZE, *Le remboursement...*, *op. cité*.

² A. SELIGMANN, *La première tentative d'émission fiduciaire en France*. Paris, 1925.

³ L. DE RIEDMATTEN, *op. cité*, p. 37 : L'expérience de Koublaï, empereur mongol, seconde moitié du XIII^e siècle de notre ère.

nullité des promesses de payer en espèces métalliques. Cette abolition formelle prouve que la pratique du rattachement des contrats à des valeurs monétaires réelles était largement répandue aux époques envisagées; mais nous verrons encore beaucoup mieux.

Les clauses de garantie métallique se rencontrent bien avant que des expériences désagréables aient été faites avec des monnaies de papier. Ainsi, aux ^{xii}^e et ^{xiii}^e siècles ¹, l'Italie connut des monnaies dont l'usage et la dépréciation furent la cause indirecte de *clauses argent* ou de conventions *monnaies réelles*.

En France, devant les difficultés de faire face aux dettes, et pour les alléger sans recourir à des expédients par trop visibles, les rois et leurs ministres conçurent, ou plus justement réalisèrent empiriquement, un système astucieux permettant de modifier élégamment la valeur de la monnaie sans être accusés au premier signe de faux-monnayage flagrant — qualificatif qui échut à Philippe-le-Bel (1285-1316) à tort prétend-on du reste de nos jours ². Ils laissèrent ainsi se dissocier l'unité de valeur — la livre, subdivisée en sols et deniers — de son support matériel réel. Ce phénomène dut même résulter spontanément de la multiplicité des monnaies métalliques simultanément en présence ³, auxquelles les nécessités pratiques, aidées par le pouvoir royal en voie d'affermissement, finirent par donner un commun dénominateur: en s'idéalisant, le concept *livre* devint une *monnaie imaginaire*.

Jouant sur les différences entre cette unité de compte et les monnaies réelles ⁴, les rois diminuèrent la valeur d'achat de la première en s'appropriant la différence correspondante sur les monnaies métalliques, dont ils promurent le changement d'espèce et de nom (écus, pistoles, doublons, besans, marcs, florins, louis, ...). Ou encore, ils modifièrent le poids des dites monnaies, ou réduisirent leur titre, en retirant de la circulation tantôt celle-ci, tantôt celle-là, dont la valeur intrinsèque, devenue par trop importante, dépassait le mon-

¹ A. NUSSBAUM, *op. cité*, pp. 561-2.

² L. DE RIEDMATTEN, *op. cité*.

³ J. MARCHAL, *op. cité*, p. 787.

⁴ Qui de surcroît ne mentionnaient pas explicitement leur valeur libératoire, à l'encontre des jetons et billets modernes.

tant de son pouvoir libérateur. Ou changeant au contraire la définition des pièces par rapport à l'unité de compte imaginaire — autrement dit, en modifiant leur tarification — ils leur donnèrent un coefficient individuel plus élevé, pour se libérer de leurs engagements au moyen d'un nombre d'unités monétaires réelles proportionnellement plus petit. Toutes ces manipulations ne furent cependant possibles qu'en vertu du droit régalien (réservé au souverain, et non à l'Etat) de battre monnaie.

Il convient d'ajouter ici que, dans l'esprit des théoriciens et penseurs de l'époque absolutiste, la monnaie ne représentait que le support de la « valeur qu'il avait *plu* au prince de lui donner ». Et s'il lui *plaisait* de changer la définition... C'est ainsi que, par des altérations successives, la livre créée par CHARLEMAGNE (fin du VIII^e siècle) à la teneur de 405 grammes d'argent fin, n'en contient plus que 305 grammes en l'an 1000 et 5 grammes (à 900/1000) à la Révolution de 1789 ¹. On n'avait pourtant dû cesser de prétendre et de répéter tout au long des siècles, que *la livre reste la livre* — le slogan nominaliste —, bien que son équivalent en poids de métal soit tombé dans la proportion de 90 à 68 puis à 1, et que son pouvoir d'achat se soit même amenuisé.

Pour que les justes réactions des populations ne vinssent contrecarrer les manœuvres dévalorisatrices par adoption de mesures clairvoyantes et par rattachement direct de la monnaie imaginaire à une quantité de métal bien définie, les rois (Philippe-le-Bel en tête) ² prohibèrent les contrats en marcs d'or, marcs d'argent, gros tournois, etc., tous spécimens ressortissant aux espèces métalliques réelles, sonnantes et trébuchantes ³. Comme on le voit, la clause *monnaie réelle* a effectivement des titres d'ancienneté !

¹ A. NUSSBAUM, *op. cité*, p. 591 (ce taux fut entériné par les lois monétaires des 10 et 17 germinal, an XI).

² L. DE RIEDMATTEN, *op. cité*.

³ Comme exception confirmant la règle, et pour montrer une fois encore que le problème du maintien du pouvoir d'achat de la monnaie n'est pas nouveau non plus, nous rappellerons que Charles VI tenta d'assainir l'état de choses, en 1421, en promulguant la liquidation des contrats d'après la valeur intrinsèque d'or et d'argent, *telle qu'elle avait été au moment de la stipulation et de la conclusion des conventions*.

§ 2. LA CLAUSE-OR DANS LES TEMPS MODERNES

Avec l'usage des billets dépourvus de valeur intrinsèque (une fois dépassé le stade primitif de reçus émis à l'occasion de dépôts de métal), la touche reste possible, au figuré tout au moins. En effet, l'intéressé peut toujours se rendre compte de la situation technique du papier émis, par la lecture de publications appropriées renseignant sur le pourcentage de *couverture-or* (ou devises, et effets). Mais les modifications de la valeur d'achat du billet ne se constatent qu'à l'emploi, en le confrontant avec des prix.

La garantie-or, comme moyen de conserver le pouvoir d'achat des sommes convenues dans les contrats à terme — emprunts, obligations ou autres — réapparaît dans les temps modernes et sur une vaste échelle, dès l'époque de la Guerre de Sécession (avril 1861-avril 1865) ¹. On associe généralement cet épisode de l'histoire politique universelle à l'affaire des « *greenbacks* » de l'histoire économique américaine (l'appellation est tirée de la couleur du revers des coupures). Le papier-monnaie en cause (émis en base des *Legal tender Acts* de 1802-1803), perdit rapidement jusqu'à 55 % de son pouvoir d'achat, pour reprendre du reste la parité dès 1878 ². La liaison entre les deux événements est simple: le conflit entre Nordistes et Sudistes coûta tant qu'il ébranla la base financière de l'Etat, et les billets perdirent tout naturellement de leur pouvoir d'achat ³.

Le rôle de premier plan joué dans l'histoire des deux Amériques par le métal jaune ⁴ est à l'origine du recours à ses vertus pour stabiliser la valeur des montants stipulés dans les contrats. Ce fut le cas en Californie d'abord, où l'or était monnaie courante au sens propre du terme, puis dans tous les Etats-Unis, de proche en proche.

¹ A. PLETSCH, *The gold clause*. Londres, 1936.

² B. GRIZIOTTI, « L'évolution monétaire dans le monde depuis la guerre de 1914 — Acc. de Droit Int. de La Haye », *Recueil des cours*, tome 49, 1934, III.

³ Certains auteurs fixent la date de 1853 comme début de la période de moins-value se terminant en 1878; l'explication de la baisse doit alors être recherchée dans un domaine plus général. Le fait n'en reste pas moins indubitable, certitude qui nous autorise à poursuivre utilement.

⁴ V. FORBIN, *L'or dans le monde*. Paris, 1941.

L'usage redécouvert du rattachement des créances au métal monétaire par excellence, se répandit ensuite sur l'ancien continent. A vrai dire, il n'en avait pas un besoin intempestif à ce moment, vu l'accalmie économique de longue durée qui permit l'épanouissement des accords de l'Union latine: 1865-1920/21.

Mais deux raisons d'ordre commercial provoquèrent la reprise de la définition des dettes au moyen d'un poids ou d'un nombre d'unités de métal précieux, savoir:

- 1^o le besoin des changeurs et banquiers de se prémunir contre les agios et disagios apparaissant successivement entre les prix de l'or et de l'argent, dont le rapport d'échange officiel et définitif avait été fixé à $15\frac{1}{2}$ pour 1;
- 2^o le désir des financiers internationaux de mettre à profit les distorsions accidentelles des cours or/argent durant l'ère bi-métalliste moderne ¹.

Nous ne nous écarterons pas de notre sujet par l'examen des raisons ayant milité en faveur du choix de ces métaux, ni des causes motivant les changements de leur rapport de valeur. Constatons simplement que l'or finit par évincer définitivement l'argent, ce qui nous autorise à ne concentrer notre attention que sur lui.

Sans être techniquement parfait, le rattachement des dettes à l'or présenta ce que l'on pouvait trouver de plus pratique et de plus en matière de garanties à long terme, depuis la fin du Moyen âge sûr jusqu'au conflit de 1914-18. Mais l'institution d'un régime de cours forcé, pour ainsi dire permanent depuis cette dernière époque, chassa l'or de la circulation et modifia radicalement la base même des faits économiques. Pour des raisons que nous verrons plus loin, et si appréciée que la clause-or ait été, cette garantie ne survécut pas à la Grande Guerre, ni surtout à la crise mondiale de 1929-32.

¹ Instaurée en France par les lois des 7 et 17 germinal an XI (mars-avril 1803), dont le dispositif se répandit dans de nombreux pays d'Europe et d'Amérique, et finit par régir presque toute l'économie mondiale durant trois-quarts de siècle environ. — B. NOGARO, *Les grands problèmes de l'économie contemporaine*. Paris, 1945.

§ 3. THÉORIE DE LA CLAUSE-OR

Parmi les innombrables manières de formuler le rattachement d'une somme de numéraire à l'or, à l'argent, ou à des monnaies métalliques définies — pour simplifier, nous ne dirons que l'« or » —, la théorie classique distingue deux types principaux s'excluant l'un l'autre :

la clause *monnaie-or* et la clause *valeur-or*.

L'une, la clause *monnaie-or*, implique l'engagement d'exécuter les obligations contractuelles en métal : pièces ou lingots. L'autre, au contraire, n'utilise l'or (pièces ou lingots) que comme référence, et maintient la monnaie fiduciaire locale et usuelle dans son rôle d'instrument de liquidation des conventions.

La différence entre ces deux possibilités est la même que celle séparant la réalité matérielle des abstractions et vues de l'esprit. La seule clause-or véritable nous semble être uniquement la première version, celle prévoyant l'obligation d'exécuter les dispositions contractuelles en or, comme on convenait aux siècles précédents de payer en « monnaies métalliques réelles, sonnantes et trébuchantes ». La seconde variante de clause-or appartient, par contre, à la catégorie plus vaste des *Index*, qui s'est précisée avec le temps, et qui englobe toutes les références auxquelles les éléments économiques (définis en monnaie) des contrats, prêts, ou emprunts, ont pu être rattachés (d'où : les contrats, prêts, ou emprunts *indexés*).

Les progrès de la théorie économique, et les réalisations en matière de conservation du pouvoir d'achat dans les conventions à long terme, nous permettent d'apporter d'ores et déjà cette retouche à la classification ancienne. Nous rangeons donc la clause *valeur-or* dans le groupe des *index*. Au risque de pécher par excès de concision, nous n'en dirons toutefois pas plus au sujet de la théorie de la clause-or, et passons à son application dans les contrats.

§ 4. CLAUSE-OR ET DROIT MONÉTAIRE

Par manière de préambule à l'examen du sort que connut la pratique de la clause-or, jetons un regard aux conclusions engendrées par la confrontation de l'intention des parties contractant sous son régime, avec les dispositions fondamentales des textes législatifs du droit monétaire.

I. Le cas le plus simple est évidemment celui où la législation ne prévoit rien de particulier à ce sujet. Les parties sont alors libres de stipuler toutes les modalités de leur gré, pour autant que ces dernières ne soient pas contraires à l'ordre public.

II. Par suite d'une dévaluation, la monnaie se trouve définie par un poids d'or plus réduit.

Dans l'éventualité *monnaie-or*, le débiteur sera habilité à se libérer en pièces d'or nouvelles, franc-or (nouveau) pour franc-or (ancien). De même dans le cas *valeur-or*, les prestations en numéraire seront calculées sur la base de la nouvelle définition de la monnaie d'or. Toute autre solution serait légalement inacceptable, car elle serait en contradiction flagrante avec la notion d'ordre public qui réserve à l'Etat le droit exclusif de fixer la valeur de la monnaie.

Par contre, dans un cas comme dans l'autre, s'il avait été convenu de se libérer au moyen d'un poids déterminé de métal (clause *monnaie-or*, ou plutôt *lingot-or*) ou de verser sa contre-valeur en numéraire (*valeur-or*, ou plus précisément *valeur-lingot-or*), les obligations contractuelles s'exécuteront, indirectement, sur la base de l'*ancien cours* du métal jaune.

III. L'Etat, cela s'est vu, interdit la circulation de l'or, en prohibe le commerce et la détention (à son profit, par exemple).

Dans cette hypothèse, la clause *monnaie-or* devient pratiquement inapplicable puisqu'il n'est plus légal d'effectuer le remboursement du capital ou le paiement des intérêts en métal précieux. Tenant compte de l'intention des parties, qui ne se trouve apparemment pas en conflit avec la loi, la clause *monnaie-or* s'assimilera à une clause *valeur-or*.

Dans le cas de la clause *valeur-or*, rien ne changera de prime abord, car la base de calcul reste la définition des prestations en métal (pièces ou lingots), étant entendu que les obligations réciproques continuent à se régler en numéraire du lieu et de l'époque.

Mais un problème dérivé surgit : comment déterminer le niveau de la référence et le montant des prestations si l'or n'est plus en circulation, et n'a plus de marché, ni de prix librement déterminé ? Les parties tenteront-elles un essai d'application par analogie à la libre évolution des cours dans un autre pays ? Sont-elles fondées à le faire ? Et que penser de cette extension éventuelle des termes de la convention ? Cette dernière reste-t-elle toujours valable ? Enfin, dans quel arbitraire ne vont-elles pas tomber s'il leur faut adopter, bon gré mal gré, le « prix officiel » du métal jaune ? Avant de répondre à ces questions, envisageons une nouvelle complication.

IV. En raison de circonstances de fait (qui se sont présentées dans l'histoire économique récente) les billets sont rendus temporairement ou indéfiniment inconvertibles. Par promulgation de textes légaux instituant le cours forcé, un sursis est accordé à l'institut ayant émis les billets, qui est provisoirement ou définitivement dispensé de les rembourser en or.

Dans l'éventualité *monnaie-or*, le débiteur se trouve dans l'impossibilité, voire même devant l'interdiction légale de verser de l'or, conformément aux dispositions de la convention de prêt. Que faire ? Attendre un problématique retour à la convertibilité, et continuer à disposer de sommes échues devenues peut-être inutiles, chargeant sans juste raison les comptes d'intérêt ? Ou se libérer en monnaie courante sur la base du nominal, ce qui annihile les effets de la clause et contrevient aux termes du contrat ? Ou assimiler cette clause à un cas *valeur-or* comme dans l'hypothèse précédente ?

Pour la clause *valeur-or* ou *index-or*, aucun changement dans la forme (comme dans le cas précédent), puisque les obligations contractuelles doivent s'exécuter en monnaie fiduciaire, sur une base élargie, il est vrai, à raison de l'évolution du rapport du numéraire à l'or. Mais sur le fond, la référence ne peut être valablement main-

tenue, car elle s'oppose au principe fondamental du droit régalien de régir la valeur-or de la monnaie (cf. alinéa II ci-dessus).

Enfin, le problème dérivé, vu sous III, se pose à nouveau. On ne sera en droit d'adopter que le niveau de la référence découlant du « prix officiel » du métal, qui coïncide précisément avec celui du cours forcé (ce que la convention-or avait pour but d'éviter).

V. Il pouvait enfin exister, antérieurement à la conclusion des contrats à terme, des interdictions légales de restituer plus que l'on a reçu, le tout calculé en monnaie fiduciaire courante, au jour le jour, sans égard aux dévaluations ayant pu survenir dans l'intervalle. La volonté des contractants de se prémunir réciproquement contre tout changement d'aloi, de sorte que chacun soit traité équitablement du point de vue du pouvoir d'achat des fonds, est alors illicite vu l'interdiction ainsi formulée de se soustraire aux effets des modifications d'aloi.

En somme, dans la plupart des pays, la jurisprudence affirme que la promulgation du cours forcé entraîne simultanément l'annulation de toutes les clauses-or ! Elles contreviennent à la fois aux dispositions instaurant le cours forcé ¹ et au droit exclusif de l'Etat de déterminer la valeur de la monnaie.

A contrario, leur maintien, et surtout la manifestation de leurs effets, affirmeraient ouvertement que la parité prétendue n'est qu'une fiction, et qu'il existe une monnaie mauvaise — de papier — dont il est prudent de se défier (et recommandable de se défaire). En outre, cette entorse au principe de l'acceptation obligatoire du papier-monnaie pour sa valeur nominale (cours forcé) ajouterait à la pression des facteurs économiques dépressifs, l'amplification subséquente d'effets psychologiques additionnels.

Il ne peut donc pas être admis que les clauses entrent en conflit avec la règle d'or du nominalisme monétaire, axant toute la doctrine économique sur une fiction que résume le slogan « le franc reste le franc », ou autrement dit : *monnaie de papier* = *monnaie d'or*.

¹ Confirmant le maintien légal, et combien utopique, de la parité du papier-monnaie avec l'or, malgré la proclamation simultanée d'inconvertibilité et l'interdiction de rembourser en métal précieux.

Cette égalité est vraie, juste et équitable, en période de simple cours légal, mais devient la pire des injustices (pour les détenteurs de numéraire non métallique), dès la proclamation de l'inconvertibilité et du cours forcé. Or, ce mal nécessaire, ou plutôt ce pis aller inique, est la seule possibilité de sauvegarder l'ordre public monétaire et économique, grâce au maintien artificiel d'une monnaie fiduciaire défaillante. Sans lui, elle continuerait à se déprécier d'autant plus vite, s'il coexistait un moyen de se tirer indemne de ce mauvais pas. Raison de plus pour déclarer les clauses hors la loi !

Une mention particulière doit cependant être faite à l'endroit de la jurisprudence suisse, dont l'opinion s'écarte de celle adoptée dans la plupart des pays. La notion d'*ordre public* n'a pas été invoquée par les instances helvétiques, car celui-ci n'a pas été mis en cause par les clauses-or¹. Leur importance, négligeable au moment de la dévaluation du 27 septembre 1936, par exemple, ne pouvait avoir d'effet sensible sur l'économie nationale. Il n'y avait donc aucune raison de les juger contraires à l'ordre public, et le Conseil national déclara irrecevable la motion RAIS, du 4 mars 1937, proposant leur abolition².

Dans ce même ordre d'idées, nous verrons plus loin³ que le droit monétaire suisse n'a pas opté non plus en faveur de la reconnaissance exclusive du nominalisme monétaire intégral.

Nous n'avons fait qu'esquisser sommairement le genre des problèmes que l'usage de la clause-or posa entre débiteurs et créanciers de bonne foi. Nous avons également exposé les solutions négatives auxquelles le droit peut conduire, lorsqu'il abandonne le plan des intérêts particuliers et l'intention des parties, pour atteindre à des considérations d'économie nationale, d'ordre public et de raisons d'Etat.

Ces données changent cependant si l'une ou l'autre partie voit dans telle ou telle attitude une cause d'économie substantielle ou de

¹ W. STAUFFER, « Goldklausel und Abwertung », *Revue de la Société des Juristes bernois*, Nr. 73, pp. 596-608. Berne, 1937.

² Cf. *Recueil officiel des arrêts du Tribunal fédéral suisse*, rendus en 1938, 64^e volume, deuxième partie (Droit civil), n° IV/20, pp. 88-103.

³ Cf. chapitre VIII, « La légalité des obligations indexées ».

gain complémentaire. Ainsi le débiteur, qui se trouve en situation juridique plus favorable, s'efforcera vraisemblablement de bénéficier — pour ne pas dire profiter — des avantages particuliers inhérents à sa position. C'est ainsi qu'on assista à une cascade de dérobades et de manquements aux engagements, tant de la part de sociétés privées que de celle de gouvernements, par interprétation extensive des conventions et des motifs d'annulation.

N'oublions pas à ce sujet que, dans la catégorie des débiteurs, nous rencontrons précisément l'Etat, qui participe très largement à l'ensemble des dettes et des emprunts. Or il dispose du pouvoir souverain et peut être à la fois juge et partie ¹. Du côté des créanciers, leur multiplicité, celle de leurs intentions, volontés et décisions, s'oppose à la facilité de manœuvrer pour faire pièce au jeu des débiteurs. A défaut de règlements amiables, d'innombrables procès s'ouvrirent devant les tribunaux de tous les pays. De même sur le plan des relations financières entre Etats, des problèmes similaires de droit international virent simultanément le jour. Vu ce qui précède, nous pouvons augurer dès maintenant de leur conclusion.

§ 5. LA CLAUSE-OR DEVANT LE DROIT

Les problèmes que nous venons de signaler se posèrent en réalité dès la promulgation du cours forcé par les autorités des pays entraînés dans la première guerre mondiale. Ils se renouvelèrent avec une acuité plus vive durant et après la crise économique qui suivit le conflit armé, ravagea les cinq parties du monde, et connut son apogée en 1929-32.

Dans le cadre du plan New Deal devant appeler la reprise et instaurer la prospérité aux Etats-Unis, le président ROOSEVELT joua largement de la fonction *instrument de politique économique* de la monnaie ². Les mesures prises à cette occasion furent déterminantes :

¹ Cf. chapitre II, fin du paragraphe 7.

² M. DOMKE, *La clause « dollar-or »*. *La non application de la législation américaine aux emprunts internationaux*. Paris, 1935.

- a) Emergency Banking Act, du 9.3.1933. — Pour combattre la thésaurisation, la détention de l'or est érigée en délit. Le remboursement en or aussi bien que l'exportation du dit métal sont prohibés.
- b) Joint Résolution, du 5.6.1933. — Tout effet est enlevé aux clauses-or, par abrogation de celles-ci.
- c) Gold Reserve Act, du 30.1.1934. — Après transfert de l'or repris au marché, du Federal Reserve Board au Trésor (Fort Knox), le dollar est dévalué de 40,94%. Le prix de l'once d'or fin passe alors de \$20,67 à \$35.—, cotation actuellement encore en vigueur.

La situation devint tout à fait claire aux Etats-Unis: il n'y eut plus de protection-or possible. Mais ce ne fut pas aussi nettement le cas dans les nombreux Etats qui suivirent *grosso modo* l'exemple américain, sans pousser toutefois leurs solutions aux mêmes extrémités.

Des remous suivirent dans le monde entier, et furent surtout l'origine d'une production législative abondante et variée, instituant, outre l'inconvertibilité des billets et le cours forcé, ou les autres mesures exposées au paragraphe précédent, des dispositions très particulières, telles par exemple que le maintien d'une convertibilité argent, ou la non-invalidité des clauses ne prenant référence que sur les lingots, etc.

§ 6. LA CLAUSE-OR DEVANT LES TRIBUNAUX

Dès l'époque de la Guerre de Sécession, tant que l'exécution des contrats ne fut pas garantie par des dispositions législatives protégeant l'intégrité de la valeur, les commerçants et financiers furent contraints de ne traiter qu'au grand comptant avec quiconque ne reconnaissait pas être librement et inconditionnellement obligé par une clause-or. Les résistances que l'on suppose se manifestèrent, malgré de tels engagements formels, à l'approche surtout du point maximum de dépréciation du dollar (55%). La clause sembla de conséquences sévères aux yeux de certains, inhumaine pour d'au-

tres ¹, immorale, voire illégale. L'opinion des tribunaux chargés de résoudre les contestations n'ayant pu être réglées par voie transactionnelle, évolua de façon sinueuse entre 1865 et 1875, s'orientant d'autant mieux dans le sens d'un respect des engagements que la dépréciation du papier allait s'amenuisant (en 1878, la parité fut à nouveau atteinte).

Durant l'entre-deux-guerres, et dans le monde entier cette fois, la jurisprudence hésita longuement à nouveau au sujet de la clause-or, car son existence s'opposait évidemment aux préceptes de la doctrine du nominalisme monétaire. Or cette dernière, qui imprègne tout le droit économique et monétaire contemporain, pose le principe de l'équivalence, quels qu'en soient la valeur intrinsèque ou le pouvoir d'achat réel, des unités monétaires dont l'Etat a déterminé la valeur (ou le changement de valeur) en vertu de ses droits et pouvoirs régaliens.

Pour les raisons exposées au cours des deux derniers paragraphes, et sans exclure les artifices ou particularités de procédure locale, et l'invocation de l'argument « clause de style », la jurisprudence changea maintes fois de cap, s'orientant d'après des notions éminemment variables d'un pays à l'autre. L'analyse juridique des formules employées par les parties contractantes pour manifester leur volonté de protéger le créancier contre une dépréciation et le débiteur contre une réévaluation éventuelle de la devise, montra que si l'intention avait bien été la même dans presque tous les cas, l'énoncé conduisait selon les éléments invoqués à des solutions diamétralement opposées.

Il en fut ainsi par exemple au moment où la distinction entre *monnaie-or* et *valeur-or* fut établie: elle fit rebondir d'innombrables causes en veilleuse. L'interprétation du droit existant, chose toujours délicate, fut encore compliquée par les dispositions particulières des diverses législations nationales. Des prouesses de logique

¹ Nous emprunterons à l'ouvrage cité plus haut, *Les défaillances d'Etat*, de G. JÈZE, une citation attribuée au président Johnson (U.S.A.) et datant de 1868: « Les leçons du passé avertissent le prêteur qu'il n'est pas bon de se montrer trop exigeant vis-à-vis de l'emprunteur pour le contraindre à exécuter strictement et à la lettre les clauses inscrites sur le titre d'obligation ».

dans l'examen des situations, de véritable casuistique, entraînant la construction d'édifices juridiques subtils et parfois ahurissants (pour qui repense au bon sens commercial ayant inspiré les contractants), firent avancer la jurisprudence pas à pas, avec des temps d'arrêt et même de recul, vers une solution opposée à ce que bonne justice fût rendue ¹. Relevons ici l'influence manifeste des courants officiels d'opinion, qui influencèrent visiblement les tribunaux, en attirant plus particulièrement leur attention sur les facteurs psychologiques, leurs effets sur les masses, et leurs répercussions incalculables sur le développement des processus inflationnistes, si le droit céda aussi et entérina la faillite du nominalisme.

La Cour de justice internationale de La Haye eut à se prononcer sur nombre de contestations dans lesquelles la clause-or, prise à la lettre, était une violation flagrante du droit existant, à des titres variables selon les pays considérés. Sur le plan du droit international privé, les questions furent encore plus complexes et plus délicates à résoudre, vu les conflits de lois surgis à propos des conceptions différentes dans chaque Etat, de la notion de validation ou d'annulation des clauses-or ².

En 1933, le professeur A. Nussbaum constatait déjà que les clauses-or, qui avaient joui de la réputation de panacée, étaient une sécurité trompeuse dans d'innombrables cas: utiles et peu décriées en période de variations modérées, elles furent battues en brèche aux heures de grande tourmente, au moment précis où elles auraient enfin atteint leur maximum d'efficacité.

Annulables en raison de la proclamation du cours forcé, en conflit avec la doctrine du nominalisme monétaire, considérées illégales sous l'angle de l'intérêt public général, les clauses-or n'auraient pu trouver de défenseurs que parmi leurs bénéficiaires. Or ceux-ci étaient disséminés et mal organisés.

La situation des prêteurs de capitaux resta de la sorte tout aussi précaire que précédemment.

¹ A. RICHARD, *La clause-or au point de vue juridique*. Paris, 1927.

² G. SAUSER-HALL, « La clause-or dans les contrats publics et privés » — *Acc. de Droit Int. de La Haye, Recueil des cours*, tome 60, 1937, II.

§ 7. DISPARITION DE LA CLAUSE-OR

Les premières actions en nullité ouvertes après 1918 et gagnées par les débiteurs, à la stupéfaction de ceux qui avaient honnêtement mis sur la protection par clause-or, portèrent à celle-ci un premier coup.

Les lois américaines de 1933-34 aggravèrent la blessure en ne s'attaquant plus seulement à la clause proprement dite, mais en prenant directement à partie l'or métallique lui-même.

L'opinion des tribunaux, favorisant la raison d'Etat au détriment de l'intention des parties, puis l'évolution de la législation dans une direction opposée à la clause, firent frapper d'anathème cette mesure de simple prévoyance. Elles finirent par donner naissance à un mouvement qualifié lapidairement de: lutte contre la clause-or. Bien que cette dernière pût continuer à rendre de grands services aux contractants de bonne foi, son arrêt fut signé par les innombrables procès intentés à son endroit, et par leurs dénouements imprévus.

Ce jugement fut sans appel, et le coup de grâce ne tarda pas à être donné: l'épanouissement de la recherche scientifique, dans notre civilisation technique, fut fatal à l'or et à sa réputation d'expression optimum de la conservation de la valeur. En effet, la constatation s'imposa irréfutablement, après la première guerre mondiale, que l'or perdait lui-même de sa valeur d'achat. En dehors des périodes de cours forcé, ou l'état de choses normal est faussé par une réglementation arbitraire, le roi des métaux souffrait d'irrégularités technologiques, causées moins par l'évolution des prix ou du coût de la vie que par des facteurs tout à fait particuliers de production, richesse des mines en cours d'exploitation, nouvelles découvertes (gisements ou simples filons), situation politique dans telle partie du monde, etc... Il s'avéra qu'il n'était pas l'agent parfait de la conservation du pouvoir d'achat, et pouvait varier par rapport au mouvement général des prix, de façon non homologue, voire même inverse!

Au sujet de la décadence du métal jaune, notons encore qu'après 1918, on vit les grandes monnaies, détachées de l'or, former des blocs (sterling, dollar, ...), tout de même stables malgré l'absence

du régulateur métallique traditionnel. Mieux encore: par son système des traites du travail ¹ l'Allemagne réalisa, entre 1931 et 1938, un système monétaire viable pratiquement dépourvu de toute base métallique (Vorfinanzierung; Rentenmark). Ceci fut considéré comme une preuve de plus que l'or avait été l'objet d'une attention exagérée, et s'était acquis une réputation surfaite.

Enfin, la science statistique lui fit préférer les *index*, summum le plus représentatif de la valeur effective du pouvoir d'achat de la monnaie. Encore est-il difficile de concilier de nos jours toutes les formules, en raison de leur multiplicité, de la variété de leurs bases, de la complexité de leur composition, et de l'inévitable part d'arbitraire survenant lors du choix de leurs constituants. Nous en reparlerons du reste plus loin, au chapitre VII.

§ 8. AUTRES CLAUSES D'EFFET (ET DE SORT) SIMILAIRES

Nous ne serions certes pas complets si nous ne citions, dans le cadre du présent chapitre, le rattachement d'emprunts à une ou des monnaies étrangères, *dures* de préférence, sans quoi le sort de la dette est simplement lié à celui d'une monnaie différente du numéraire national, sans jouir pour autant de sécurités meilleures.

Commençons par la distinction classique entre

option de change (ou garantie de change) et *option de place*.

Sans la faculté d'*option* (de change en tout cas), le prêteur se trouve simplement créancier dans une autre monnaie, soit donc dans la situation décrite au premier alinéa. Avec l'*option*, par contre, les éléments du contrat sont définis par avance en plusieurs monnaies. Le créancier aura toute latitude, au moment de percevoir les intérêts ou d'encaisser la contre-valeur de son prêt, de choisir à son gré la devise la meilleure, ou plus exactement la moins dépréciée (s'il peut encore le faire librement, et légalement). Cette variante se rattache au type *monnaie-or*.

¹ Auquel s'attache le nom du Dr H. SCHACHT.

Dans la *garantie de change*, le créancier bénéficie de la référence à une ou plusieurs monnaies (vraisemblablement dures aussi), avec droit à la compensation de tout disagio, sans devoir offrir la réciprocité d'un avantage identique en cas d'appréciation éventuelle (oh oui, très éventuelle) du numéraire d'origine. Cette forme se rapproche du genre *valeur-or*, car le contrat est *indexé* sur une monnaie étrangère, tandis que la monnaie locale reste l'instrument de liquidation des obligations contractuelles.

Quant à l'*option de place*, il ne s'agit que d'un avantage mineur s'il en est : la simple possibilité d'être payé, au choix, en telle ou telle monnaie au cours du jour, sur telle ou telle place correspondante. En temps de stabilité monétaire, l'intérêt de cette disposition est plutôt d'ordre fiscal, et ressortit aux facilités et aisances de transfert. En temps d'instabilité et de contrôle des changes, il se réduit, par contre, à bien peu de chose.

En conclusion, la contribution que la formule *rattachement à diverses devises* apporte à la résolution du problème de la conservation du pouvoir d'achat reste mince : rien d'inédit, si ce n'est une simple transposition des données, avec de nouvelles causes de mésentente, de contestation, de procès pour anticonstitutionnalité ou illégalité, et d'élimination.

La valeur de toutes les monnaies étant en chute, ou l'ayant été durant les dernières décennies, il va de soi que le libellé en *devises étrangères* n'est qu'un pis aller, permettant de choisir non pas la meilleure, mais la moins mauvaise seulement des références stipulées ¹.

¹ Nous avons intentionnellement laissé de côté la mention des obstacles subséquents pouvant résulter de la réglementation des changes ², car nous ne voulons voir, dans ces difficultés, qu'un état de choses passager... bien que le dicton prétende qu'il n'y a que le provisoire qui dure. Nous n'avons pas parlé non plus du manque de patriotisme que cette clause exhale : elle est une véritable pétition de méfiance envers l'avenir de la monnaie du pays, et ce en un temps où le nationalisme est le vent dominant !

² H. WYLER, « Der Wert von Schulden in Auslandswährung », *Revue suisse de Jurisprudence*, 37^e année, pp. 193-195, Zurich, 1940-41 ;

R. BODENHEIMER, Nochmals : « Der Wert von Schulden in Auslandswährung », *Revue suisse de Jurisprudence*, 37^e année, pp. 360-363. Zurich, 1940-41.

§ 9. CLAUSES-MATIÈRES, CLAUSES-MARCHANDISES
ET CLAUSES-SERVICES

Ces succédanés de la clause-or, dénommés souvent par le terme de *clauses d'échelle mobile*, ne sont repris ici qu'à titre documentaire, car leur objet sera exposé plus en détail dans les chapitres suivants. Apparus durant la grande débâcle monétaire allemande, ils ne sont qu'un pâle reflet de la clause-or.

Nous ne chercherons pas à savoir s'il était fait une différence entre types « monnaie-or » et « valeur-or ». Nous pensons que les marchandises et services en cause n'étaient évidemment que des références (donc des index). Le choix de tel ou tel produit appartenait-il à l'arbitraire ? Non : les entreprises qui offrirent des garanties de ce genre pour décider les détenteurs de fonds à prêter leurs disponibilités, n'entendaient pas courir des risques financiers disproportionnés. Aussi choisirent-elles de préférence le prix de leur principale fabrication, conservant ainsi la possibilité de se retrouver sur leur article de prédilection. La production en cause déterminait alors automatiquement le montant des prestations exigibles, en fonction de ce qu'elle rapportait à l'entreprise. C'est ainsi que :

- les mines et entreprises électriques ou chimiques empruntèrent sur base d'une référence au prix de la houille, du coke, du lignite ou de la potasse,
- les entreprises agricoles empruntèrent sur celle des prix du blé, de l'avoine ou du seigle,
- les entreprises et communes vivant de l'économie forestière, sur celle du bois,
- les industries sucrières... sur le sucre,
- le chanvre et le lin servirent également de références aux économies dont ils conditionnaient l'existence ¹.

¹ K. THEISINGER, *Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmen*. Stuttgart, 1928.

Dans chaque cas, la marchandise choisie est de marché très large, donc mieux représentatif. Elle échappe ainsi aux influences d'une conjoncture locale.

§ 10. QUELQUES CONSIDÉRATIONS SUR LES CLAUSES-MATIÈRES

Il est notoire que le recours aux pratiques ci-dessus décrites ne va pas sans compliquer notablement la tâche des intéressés. Que de difficultés ne vont pas surgir de la mise en application de telles dispositions, si bien étudiées et précisées aient-elles été ! Le fait que leur développement s'interrompt sitôt après le retour de conditions économiques plus normales, prouve que l'apparition des *clauses-matières* (à l'instar des garanties-or) est une caractéristique des époques où sévit l'inflation accélérée. Et la langue allemande, dont on vante tant la précision et le pouvoir agglutinant, a forgé pour définir la catégorie de ces valeurs d'existence fugitive, le terme de *Konjunkturobligationen* (qu'il n'y a pas même besoin de traduire !).

Sans la présence de circonstances bien spéciales, on conçoit mal, à vrai dire, qu'une entreprise privée ou un service d'Etat s'efforcent de recruter des souscripteurs en concentrant avant tout l'attention du public sur des dispositions prévoyant l'inclusion, directe ou indirecte, de leurs productions dans les conditions d'emprunt. Il est tout aussi exceptionnel qu'en cherchant à susciter un intérêt technique suffisant en faveur du but poursuivi par l'entité en cause, on arrive à décider les prêteurs d'acquiescer des obligations libellées en biens matériels, articles fabriqués ou prestations de services.

D'un autre côté, il faut également une conjoncture très particulière, telle que la menace permanente d'inflation prononcée, pour que les détenteurs de fonds en mal de placement donnent leur préférence à des titres munis de références à des biens ou des services, tant il est vrai que les pratiques rompant avec la routine ne rencontrent que méfiance et suspicion. Et pourtant il semble avéré que ce moyen est pratiquement le seul permettant de compenser la perte progressive du pouvoir d'achat de l'intérêt servi, et plus tard du

capital remboursé, sans que le débiteur ne se trouve trop lourdement chargé.

Malgré les insuffisances du système, et la protection incomplète qu'il offre aux parties, ses particularités enlèvent à l'emprunteur une raison majeure de requérir la revision du contrat sous prétexte de préjudice grave. En effet, le débiteur ne peut plus être victime des variations d'un facteur économique extérieur (comme l'or ou les devises): les changements de valeur de la référence adoptée conditionnent l'adaptation des éléments du prêt, en même temps qu'ils enregistrent l'évolution des recettes, et déterminent celle des revenus et des profits. A l'inverse de ce que nous avons vu dans les paragraphes 4 à 6 de ce chapitre, nous dirons même que ce sont précisément les imperfections des clauses-matières qui permettront d'assurer leur maintien, face au droit existant, car elles sont économiquement saines, et mieux fondées que les précédentes.

De plus, leur libellé modifie la présentation connue et sauvegarde certaines apparences. En acceptant une référence technologique, rapportée à la production majeure d'une entreprise privée ou d'un service public, le prêteur s'intéresse au sort du débiteur et de ses affaires autant qu'il recherche une protection contre la perte du pouvoir d'achat des fonds confiés. Il n'y a désormais plus d'opposition flagrante entre cette formule de garantie et la doctrine nominaliste, ni conflit avec les fictions de cette dernière: le papier-monnaie cesse d'être ostensiblement l'objet d'un sentiment de défiance, qui l'opposait froidement au métallisme or ou argent, et n'est plus la cible unique visée par les stipulations du contrat. En un mot, les éléments monétaires de défense se trouvent tempérés par l'intervention de facteurs industriels et commerciaux.

La protection perd de sa pureté et de sa qualité. Mais que ne regagne-t-elle pas sous l'angle de sa légitimité ! Or ce dernier caractère surtout mérite une attention soutenue, car le droit du créancier de se prémunir contre les effets préjudiciables d'une dépréciation éventuelle n'est pas contesté, au point de vue du principe, alors qu'il est discuté et attaqué sur le plan des formes adoptées.

Ces diverses considérations conduisent à l'établissement d'une distinction entre:

- 1^o les clauses *monétaires* (ou *financières*), dont l'effet de revalorisation est obtenu par simple rattachement à l'or ou aux devises, et
- 2^o les clauses *économiques* (ou *commerciales*), où la protection contre la dévaluation utilise une référence technologique, à des prix de marchandises ou de services donnés, et se tempère ainsi d'éléments techniques, d'ordre commercial ou industriel.

En somme, l'efficacité des clauses de garantie se trouve reportée sur un plan différent, et doit être recherchée moins dans leur structure que dans leur *validation*. Ces conclusions provisoires forment la meilleure introduction que nous puissions trouver à la troisième et dernière partie de notre travail, touchant enfin à la substance même des emprunts indexés récents.

TROISIÈME PARTIE

LES EMPRUNTS INDEXES DANS L'ÉCONOMIE MODERNE

Après avoir examiné la théorie des emprunts par obligations, puis la dépréciation monétaire et ses répercussions, nous sommes tout naturellement conduits à mettre en rapport ces deux sujets. Nous abordons de la sorte la partie la plus importante de notre travail, qui porte sur les dernières réalisations de la finance. Ces récentes innovations en matière d'emprunts tendent à assurer la conservation du pouvoir d'achat des fonds prêtés et de leurs revenus, dans une mesure variant d'un cas à l'autre.

Nous constatons à ce propos que la confrontation des deux domaines précités (emprunts obligataires, et dépréciation monétaire) ne pouvait engendrer que des formes améliorées d'obligations. En effet, l'économie contemporaine accorde une large place à la notion de pouvoir d'achat réel du numéraire. Il va de soi que la pratique obligataire se devait d'adapter ses formes à la situation nouvelle. Elle le fit dans une mesure très restreinte jusqu'à ce jour, malgré l'attention accordée de façon générale aux dispositions protégeant les *revenus fixes* contre les effets de la dévalorisation. Les émissions d'emprunts munis de garanties contre l'inflation ne sont cependant pas passées inaperçues, et si leur essor ne dépasse pas encore un cadre assez limité, convenons qu'elles sont toutefois mieux que des tentatives dispersées, des essais isolés, ou des curiosités financières. Leur retentissement permet de les classer dès maintenant parmi les faits économiques.

Dans le chapitre qui va suivre, nous envisageons un ensemble de solutions complexes répondant partiellement au problème posé à l'obligataire par la perte de pouvoir d'achat de la monnaie. En ce faisant, nous distinguons parmi les formes d'emprunt que la

résolution de cette question a consacrées, la catégorie des *titres indexés*, à laquelle notre travail est plus particulièrement attaché. En partant de données reprises à la pratique financière, et sans entrer dans tous les détails (puisque nous avons exécuté ce travail préparatoire dans la première partie), nous nous livrons d'abord à une analyse des éléments caractérisant les spécimens dont nous avons eu connaissance (chap. VII).

Plus loin, nous examinerons ces constructions juridiques et financières sous l'angle de la morale, de la loi, de l'économie d'entreprise, et des diverses branches de la science économique et sociale, sans séparer les uns des autres ces aspects intimement liés d'une seule et même cause (cf. chap. VIII, IX et X).

CHAPITRE VI

OBLIGATIONS MUNIES DE GARANTIES FINANCIÈRES OU ÉCONOMIQUES

Avant de parler d'obligations garanties, nous nous devons d'éviter une méprise au sujet de la nature du qualificatif: il ne se rapporte plus ici aux sécurités générales dont sont accompagnés nombre d'emprunts (cf. chapitre II, paragraphe 8). Les garanties que nous avons maintenant en vue sont qualifiées de *financières ou économiques*, pour préciser leur caractère d'accessoires destinés à parer aux conséquences de la dépréciation monétaire. Elles se confondent parfois avec des sécurités d'ordre purement économique (du type fonctionnel), lesquelles ont pour but de compenser l'accroissement du risque couru par les capitaux empruntés lorsqu'ils sont investis dans des immobilisations productives (cette distinction sera examinée en détail dans le paragraphe 5 ci-après, puis reprise au chapitre IX).

§ 1. LES DIVERSES SORTES D'OBLIGATIONS GARANTIES

Une distinction d'ordre général s'impose, portant sur les critères adoptés pour séparer les diverses catégories de titres garantis. Reconnaissons les principales caractéristiques suivantes:

les éléments protégés,	le genre de référence,
la façon de garantir,	l'origine de la référence,
la durée de la protection,	le mode d'indemniser,
et la nature de l'indemnisation.	

En considérant premièrement les *éléments protégés*, nous distinguons les trois groupes suivants:

- a) les obligations à revenu garanti;
- b) celles dont le capital seul est protégé;
- c) le groupe des valeurs à revenu et capital garanti.

Mais ces éléments protégés sont précisément ceux qui varient en raison de la dépréciation redoutée, et croissent au-delà de leur montant nominal. Nous pouvons donc formuler différemment notre classification, savoir:

- a) obligations à revenu variable;
- b) » à capital »
- c) » à revenu et capital variables.

Si nous nous guidons d'après la *façon de garantir*, nous repérons trois autres classes de titres:

ceux où la protection est totale (tout le revenu, ou tout le capital, ou tous les deux en entier);
ceux dont la couverture n'est que partielle (fraction du revenu, ou partie de capital, ou l'un et l'autre mais partiellement tous deux);
ceux enfin dont la protection n'est qu'apparente (et inexistante en fait; ni le principal ni les accessoires ne sont véritablement assurés).

De son côté, la *durée de la protection* nous conduit à distinguer les obligations garanties

durant une courte période de leur existence
» » longue » » »
jusques et même au-delà de leur échéance.

Quant au *genre de référence*, nous avons déjà reconnu: les monnaies métalliques, l'or, les marchandises et services, et enfin les index.

Du point de vue de l'*origine de la référence*, contentons-nous de rappeler simplement qu'elle dépend, selon les cas:

d'une décision de l'emprunteur quant à son existence et à son ampleur;

de statuts ou d'une convention pour son existence, et de l'emprunteur pour le taux;
idem, mais sans plus d'influence du débiteur sur le taux;
d'une convention définissant une référence inhérente à l'économie de l'emprunteur;
d'une convention définissant une référence externe pour l'emprunteur, donc vraisemblablement étrangère aux deux intéressés;
d'une décision du prêteur (il s'agit alors d'une option, ou d'un choix entre des éléments offerts).

Le *mode d'indemniser* peut être :

global ou fractionné (bonification du surplus postérieurement à la prestation normale),
immédiat, ou différé (cumul des surplus de coupons, payables en une seule fois à la date du remboursement),
direct (en argent), ou indirect (fourniture de contre-prestations en nature).

Si nous pensons, pour terminer, à la *nature de l'indemnisation*, nous trouvons, suivant qu'elle est directe ou non :

le paiement en argent des surplus, primes, bonus, etc.,

la remise de marchandises,

la fourniture de services,

la compensation de créance,

puis encore :

la remise de titres similaires,

l'offre (faite au moment du prêt) d'échanger à l'échéance les titres de créance contre des titres de participation,

enfin des formes hybrides dérivant de la combinaison des possibilités envisagées ci-dessus.

Parmi ces très nombreuses caractéristiques, il en est de majeures et de mineures, les unes étant fondamentales tandis que les autres ne restent que de simples nuances techniques. Si nous tournons les

yeux vers la pratique bancaire, nous constatons qu'elle a réservé des appellations définies pour certaines combinaisons de conditions. Il s'agit notamment :

des obligations participantes,
des obligations convertibles, et
des obligations indexées.

Nous allons les voir séparément au cours des trois prochains paragraphes.

§ 2. LES OBLIGATIONS PARTICIPANTES

On désigne de ce nom les obligations dont les conditions prévoient, en guise d'intérêt normal, ou simplement en plus d'un taux minimum fixe, une rémunération annuelle fonction du résultat de l'entreprise. Ces titres *participent* aux résultats, d'où leur qualification. En somme, ce sont des obligations dont le mode de rémunération est calqué sur celui des actions.

Ce procédé, né de la résistance occasionnelle des détenteurs de capitaux à souscrire les obligations de type ordinaire, cherche à éveiller chez le prêteur, pour le mieux séduire, divers sentiments tels que l'esprit d'entreprise, l'idée de collaboration active à l'effort productif, et conséquemment celle de participation au profit. Un raisonnement facile démontre que la réalisation de nouvelles étapes devient possible grâce aux fonds confiés, car de nouveaux buts se révèlent accessibles. Mais l'apport d'argent frais étant la condition préliminaire *sine qua non*, on concédera donc à ceux qui consentent à prêter leurs fonds (si l'on ne peut en trouver d'autre façon) une participation au produit espéré.

Cet intéressement peut fort bien dépasser les bornes d'une simple participation aux résultats annuels, et se prolonger sur le plan du capital. Par exemple, en cas de dissolution de la société emprunteuse, les obligations toucheront un bonus à valoir sur l'excédent éventuellement apparu depuis l'époque du prêt; ou encore, un tel bonus sera payé aux obligataires au moment du remboursement.

Tout compte fait, l'obligation se double ici des avantages attachés par tradition aux bons de jouissance, et le sort du prêteur, habituellement lié à celui de l'entreprise sous l'angle de la sécurité du capital, le devient également sous celui du taux de revenu nominal.

Que penser de l'obligation participante, au point de vue de la protection offerte contre la perte de pouvoir d'achat de la monnaie ?

Avant de répondre, glissons une remarque touchant à l'économie commerciale, et posons la question préalable suivante : quel est le rôle joué par la dévaluation, ou par l'augmentation du multiplicateur des prix, dans l'accroissement des résultats d'exercice ? En effet, puisque ce sont ces derniers qui forment la base de la plus-value compensatoire, sont-ils une réplique fidèle des variations du pouvoir d'achat de la monnaie ?

Il n'est pas possible de donner une réponse générale à ces questions, car les conditions se modifient d'une entreprise à l'autre. De plus le libellé des avantages accessoires attachés à l'obligation, et qui déterminent la qualité de la compensation offerte, échappe précisément à notre contrôle. Nous pousserons toutefois l'étude de ce problème dans les chapitres VII et IX ci-après, afin de serrer la vérité de plus près.

Pour l'instant contentons-nous d'une appréciation : l'obligation ainsi conçue apporte un avantage indiscutable au souscripteur, pour autant que cette amélioration n'ait pas motivé simultanément un sacrifice de sa part, en particulier une diminution du taux de l'intérêt.

§ 3. LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES

Cette appellation recouvre les titres qui prévoient, entre autres dispositions, la possibilité de transformer l'obligation en une action, à un moment défini et sous certaines conditions. Cette particularité n'en exclut pas forcément d'autres, et il est possible par exemple qu'une obligation participante soit aussi convertible. Mais, en précisant les caractéristiques de ces deux variantes, nous constatons que le titulaire d'obligations participantes, malgré son intéressement aux résultats de l'entreprise, demeure purement et simplement un

créancier. Il ne participe pas à la gestion, tandis que le détenteur du titre convertible est un sociétaire en potentiel. Autrement dit, il est éventuellement un partenaire en devenir, puisque la transformation de l'obligation en action est une faculté dont le souscripteur ne fera usage que s'il lui plaît.

Il est évident que le détenteur, au terme du contrat, n'échangera son titre de créance contre une part d'associé que si l'opération lui semble avantageuse. Dans l'affirmative, la conversion aura lieu de façon directe ou indirecte :

conversion directe, si le porteur demande lui-même la transformation de l'obligation en action ;

conversion indirecte, s'il préfère vendre son droit et mobiliser ses fonds, en encaissant simultanément la plus-value.

Cette alternative ne touche guère l'emprunteur, car peu lui chaut de savoir qu'il y a eu substitution d'obligataires avant l'échange. Pour le porteur ancien, la vente de son droit équivaut à constater matériellement l'ampleur du surplus et à monnayer l'avantage.

Venons-en maintenant à parler de la qualité de la garantie financière offerte au porteur par l'obligation convertible. Selon la valeur commerciale du titre auquel cette créance donne droit, autrement dit selon le niveau du cours de bourse de l'action, le bonus est plus ou moins substantiel. Mais il ne dépend pas entièrement de la dépréciation monétaire survenue depuis la souscription, bien que l'action ait pour contrepartie un ensemble de valeurs réelles.

En effet, l'équation « obligation = action » pouvait ne pas être une égalité à l'origine, si à ce moment la valeur de l'action était inférieure au nominal de l'obligation (et tout nous porte à croire que tel était bien le cas). La progression du cours de l'action devra combler d'abord cette moins-value, avant de dépasser le nominal de l'obligation et de donner naissance au bonus. Dans un autre ordre d'idées, l'activité de la société emprunteuse, la qualité de sa direction, le volume des profits accumulés en réserve, la conjoncture enfin, sont autant de facteurs sans rapport direct avec la dépréciation monétaire, qui contribuent à fixer le cours de l'action. Tous ces

éléments étrangers à la dévalorisation du numéraire dénaturent la compensation que l'ensemble des valeurs réelles, représentées par l'action, était censé apporter au pouvoir d'achat du nominal de l'obligation.

La protection du capital, recherchée par le recours à cette pratique, ne dépend par conséquent que dans une mesure restreinte de la perte de pouvoir d'achat de la monnaie. Elle consiste plutôt, pour le bailleur de fonds, en un remerciement matériel et ultérieur, qui se concrétise seulement en cas de succès des opérations entreprises grâce à l'appui de sa contribution financière.

Considérons enfin, sous l'angle des définitions, que l'obligation convertible n'est en somme qu'une forme particulière de la variante *participante*. Le fait d'encaisser une différence entre le nominal de l'obligation et la valeur boursière de l'action (en cas de vente), ou l'augmentation du patrimoine du porteur qui accepte la substitution et conserve le titre nouveau (étant entendu que l'opération a lieu uniquement en cas de profit), constituent en somme une participation aux bénéfices accumulés durant les années de coopération financière, compte tenu des éléments extra-comptables énumérés plus haut ¹.

Nous sommes en définitive bien près de la catégorie précédente : seule une modalité différente règle la participation, qui se restreint dans le cas présent à une protection du capital, à l'exclusion du revenu.

§ 4. LES OBLIGATIONS INDEXÉES

Le titre *indexé* est une obligation améliorée, dans laquelle le pouvoir d'achat du capital ou du revenu (ou des deux à la fois) est censé être protégé contre la dépréciation monétaire grâce au rattachement de leur expression nominale à un indice de référence. Cette nouvelle catégorie de valeurs ne se définit pas au moyen d'une

¹ Dans de rares exceptions, la participation se trouve constituée au moyen de capital social, si par exemple celui-ci a été augmenté depuis la date de l'emprunt. Encore faut-il que les nouvelles actions émises aient donné lieu à un versement d'espèces ou à un apport libératoire, et n'aient pas été remises sans paiement, à titre gratuit.

opposition aux précédentes, car une obligation peut parfaitement être tout à la fois participante, convertible et indexée. Sa caractéristique majeure réside avant tout dans le rattachement à un indice, dont les éventuelles variations — à la hausse — détermineront l'ampleur de la protection offerte. Relevons de plus qu'avec l'apparition des titres précités, la notion de protection s'affine visiblement, car parler d'index c'est déjà s'attacher au concept « pouvoir d'achat de la monnaie ». Puis c'est penser en même temps à son maintien, ainsi qu'à la compensation des moins-values en cas de dépréciation.

Alors que la forme *participante* se rapporte plus spécialement au revenu, et la variante *convertible* au capital, la formule *indexée* s'applique indifféremment au principal ou à l'intérêt, avec une tendance à les faire plutôt bénéficier tous les deux de la protection. Mais l'obligataire reste ici un pur créancier, dont l'avoir est garanti contre les mouvements monétaires. Malgré sa participation occasionnelle aux résultats d'entreprise, il ne deviendra jamais de par ce seul fait un sociétaire ayant droit à la gestion.

L'*obligation indexée* prend appui, indifféremment, sur trois catégories générales d'indices différents: 1^o monétaires, 2^o économiques et financiers, 3^o techniques. La première éventualité nous met en présence de références semblables à celles étudiées au chapitre précédent (clauses monnaies réelles, clauses-or et autres clauses d'échelle mobile). Dans la seconde, les références économiques et financières s'assimilent à une participation, forme examinée au cours des deux derniers paragraphes. Quant au troisième cas, lorsque la formule fait intervenir des indices techniques, il s'agit encore de participation; mais celle-ci adopte un genre particulier: on *intéresse* le prêteur à la réalisation du *but social* (devenue possible grâce à son apport) par l'offre d'un avantage rapporté non plus aux résultats financiers, mais relié étroitement à ce dont l'argent prêté a amélioré l'obtention. Cette participation, que nous appelons de préférence *intéressement*¹ est apparue dans des circonstances et pour des motifs qui lui ont fait attribuer, contre toute apparence, une vertu correctrice des effets de l'inflation.

¹ Cf. chap. VIII, §§ 10, 11 et 12 en particulier.

Après cette digression, examinons de plus près les causes ayant promu ces différentes formes spéciales d'obligations.

§ 5. LA DOUBLE ORIGINE DES OBLIGATIONS GARANTIES

Deux principes différents ont suscité l'apparition des obligations comportant une protection du revenu et du capital. L'un se situe dans le domaine financier et monétaire, et provient des effets néfastes de la détérioration du pouvoir d'achat du numéraire. Nous l'avons examiné dans la seconde partie de notre travail et n'y reviendrons pas. Quant au second principe, il trouve son origine dans la structure capitaliste des entreprises, et fait l'objet du chapitre IX ci-après. Exposons toutefois brièvement de quoi il retourne.

L'extension économique contemporaine conduit les entreprises à adopter des dimensions de plus en plus grandes. Qu'il s'agisse du développement en surface ou en profondeur, de l'intégration des processus productifs, de la rationalisation ou de la spécialisation, du secteur des recherches, de la modernisation ou de l'automatisation, de tous côtés l'entité productive doit faire face à des besoins accrus de capitaux. Et ces fonds, remarquons-le, sont appelés pour la plupart à être investis en biens d'équipement. En un mot, la structure du bilan s'alourdit, vu cette plus forte immobilisation des fonds engagés.

En considérant cet accroissement des investissements du point de vue de l'origine des fonds, nous constatons dans d'innombrables cas que l'emprunt par obligations procure des moyens qu'une augmentation du capital social n'aurait vraisemblablement pas pu réunir. Sans rechercher ici les causes de cette substitution ¹, nous en considérons les conséquences : face à l'extension du capital fixe entraînant une augmentation des risques d'entreprise, nous trouvons uniquement un surplus de fonds étrangers ².

Nous pouvons donc en déduire que la tendance générale de l'économie moderne consiste à laisser reposer une part du risque

¹ Cf. chap. IX, § 1.

² Dans le même ordre d'idées, remarquons que les conséquences financières des pratiques françaises de nationalisation ont eu des répercussions identiques ; voir à ce sujet particulier le paragraphe 10 du chapitre VIII.

d'exploitation sur les fonds empruntés. Elle rejoint ainsi l'idée de faire participer le prêteur aux aléas de l'entreprise, en le considérant moins comme un créancier ordinaire que comme un participant indirect à l'effort productif. En conséquence, il s'impose de lui donner des assurances nouvelles, des garanties appropriées, et une rémunération adéquate. Le corollaire de cette conception est tout simplement l'intéressement de cette nouvelle espèce de partenaires, par une *participation* directe au résultat net (obligations participantes), ou au résultat brut, ou au produit global brut, ou déterminée indirectement par les variations ou par le taux d'accroissement de tel ou tel élément (obligations indexées).

Ainsi exposée, la double origine des obligations garanties devrait permettre une rapide séparation de ces titres améliorés en deux classes distinctes :

- a) les obligations indexées à des fins de protection financière, dont la caractéristique est la lutte contre les effets de la dépréciation du pouvoir d'achat de la monnaie ;
- b) les obligations indexées aux fins de protection économique, qui ont pour objet la compensation matérielle de l'accroissement du taux de risque supporté par les fonds prêtés.

En réalité, cette distinction est malaisée au possible : la complexité de l'énoncé des clauses d'index, consécutive à la difficulté d'embrasser une vue concrète des cas d'espèce au moyen d'une formule simple et unique, se double en pratique des raisons militent *contre* la mention explicite des critères qui devraient nous permettre de choisir (nous nous expliquerons en détail au chapitre VIII).

Au préalable, parlons encore de la *localisation* des emprunts indexés. Nous traitons ce sujet dans deux paragraphes distincts, en considérant d'abord le facteur temps, puis l'élément espace.

§ 6. LA LOCALISATION DES EMPRUNTS INDEXÉS DANS LE TEMPS

Elle est double : absolue, ou relative. Selon le critérium adopté, nous nous occuperons soit de la chronologie des émissions, soit de la fréquence des apparitions, et de leurs périodes.

Chronologie des émissions. — L'innovation financière que sont les obligations munies de garanties contre la dévalorisation (encore faut-il s'entendre sur la définition exacte de la nature des *index*¹), se situe vers la fin du siècle dernier: emprunts-or et emprunts à garantie de change. Cette pratique ne faisait du reste qu'appliquer aux emprunts par obligations un usage en vigueur depuis fort longtemps dans les contrats de prêt à terme, et dont nous avons parlé au §1 du chapitre V: la clause *monnaies réelles*. Nous sommes ainsi en présence d'un passé chargé d'exemples de contrats garantis, qui remontent sans aucun doute jusqu'à la première apparition de monnaie fiduciaire. Or la dissociation survenue entre l'étalon de valeur et la valeur de son support, autrement dit la transformation de la monnaie réelle en monnaie symbolique, est des plus anciennes².

Pour en revenir aux obligations, répétons que les premières émissions d'emprunts-or (on ne parlait pas encore de titres indexés) sont apparues dès 1880 en Allemagne, à la fin du xix^e siècle en Europe, et durant les années 1920 et suivantes dans notre pays.

Quant à la *fréquence des apparitions*, elle nous apprend que les pointes recensées, savoir:

en 1861-65 (U.S.A.: guerre de Sécession),

en 1880-1918 (vicissitudes du bimétallisme en Europe),

en 1929-32 (crise mondiale),

et en 1953 (fuite devant la monnaie en France),

¹ Voir à ce propos le § 9 ci-après.

² Au § 1 du chapitre V, nous avons cité Philippe-le-Bel (fin du xiii^e siècle); puis nous avons signalé la dévalorisation de la livre entre la fin du viii^e siècle et l'an mille. Il y a certainement mieux encore, car René SÉDILLOT écrit, dans *Toutes les monnaies du Monde — Dictionnaire des changes*. Paris, 1955, à la page 83:

« Chine... vers 140 avant Jésus-Christ — Expédients monétaires de Wou-Ti... Emission de carrés de daim blanc ou de soie (dits P'i-pi ou Li-fu) pourvus du sceau officiel, qui leur donne cours pour 40.000 pièces de cuivre. »

Nul doute que cet exemple plus que bi-millénaire de monnaie symbolique jouissant du cours légal n'ait été suivi des étapes subséquentes de cours forcé et d'inconvertibilité, avec dépréciation corrélative de la valeur libératoire des carrés de daim blanc.

font suites, toutes quatre, à des époques de troubles économiques et monétaires accusés. Ainsi que nous pouvions le supposer aisément, le degré de confiance dans la valeur de la monnaie s'affaiblit durant chaque crise économique accompagnée de hausses des prix. L'instabilité du pouvoir d'achat du numéraire, prononcée, durable, et même croissante, provoque infailliblement un phénomène de « fuite devant la monnaie ». Par voie de conséquence, le prêteur recule devant les dispositions préjudiciables du nominalisme intégral, et s'abstient de conclure sous un régime aussi peu engageant. Le besoin de capitaux frais ne cessant pas pour autant, l'emprunteur offrira, bon gré mal gré, une combinaison de conditions apparemment aptes à contrebalancer les effets de ces perspectives défavorables.

En un mot, si les théories cycliques devaient garder la réputation de vérité qu'elles semblaient s'être acquise, elles pourraient réserver systématiquement à l'avenir, parmi les conséquences financières des hausses de prix, une place fixe à l'apparition des obligations indexées (ou plus simplement *améliorées*).

§ 7. LOCALISATION DES EMPRUNTS INDEXÉS DANS L'ESPACE

La localisation dans l'espace est double aussi. Nous reconnaissons en effet deux sortes de sites différents pour les emprunts indexés, savoir :

les pays dans lesquels ils apparaissent,
les milieux économiques qui les virent s'épanouir.

En recherchant, par-delà les apparences premières, les raisons profondes qui promurent ces formes améliorées d'emprunts obligataires, nous approfondissons la distinction précédente en précisant les deux sites comme suit :

les lieux où se présentèrent les conditions économique-politiques qui déterminèrent leur apparition ;
les branches de l'économie dont la structure capitaliste particulière entraîna le recours à leurs bienfaits.

Si nous nous attachons aux critères d'une *localisation géographique*, nous découvrons, dans l'actualité récente :

- 1^o une floraison de variétés en France (y compris l'Union française);
- 2^o quelques exemples en Italie;
- 3^o un spécimen en Suède.

Il se peut que certaines lacunes dans notre documentation — lacunes que nous déplorons de n'avoir pu combler — ne nous permettent pas de donner à la liste des pays énumérés une ampleur plus grande. Ceci ne nous semble pas devoir tirer à conséquence, car aucun pays ne vit d'émissions indexées aussi nombreuses et variées que la France. Peu importe dès lors qu'un ou deux cas isolés, apparus en Grèce, au Danemark ou au Brésil, aient échappé à nos investigations: leurs particularités ne sauraient modifier la teneur des chapitres qui suivent. Disons enfin, à propos de l'avant-dernière vague d'emprunts garantis (clauses-monnaies, clauses-or, clauses-marchandises, clauses-matières, cf. chapitre V), qu'elle survint au début de ce siècle, et atteignit son apogée durant la crise mondiale de 1929-32. Elle déferla sur l'ensemble du globe, en manifestant toutefois une dilection particulière pour l'économie allemande.

Quant aux *branches de l'économie* qui recoururent aux obligations munies d'index, notons surtout:

1^o dans le secteur privé:

le domaine industriel avant tout, puis
les entreprises commerciales dans une moindre mesure
(à l'exclusion des instituts bancaires et des compagnies d'assurance);

2^o dans le secteur public:

les établissements nationalisés de caractère industriel,
les services publics (en particulier les transports),
l'Etat,
(à l'exclusion, de nouveau, des banques et assurances).

Les causes de cette localisation précise des emprunts indexés dans l'économie méritent toute notre attention. Aussi les reprendrons-nous en détail au chapitre VIII (§ 10), ainsi qu'au début du chapitre IX.

§ 8. LE CAS PARTICULIER DE LA FRANCE

La majeure partie des exemples récents, cités en annexe, a été reprise à la pratique française. La raison, nous venons de le dire plus haut, en est moins un critère géographique ou linguistique fixé pour limiter notre choix, que la simple prolifération des émissions indexées en France seulement. Qu'il s'agisse du nombre des cas, du volume des opérations, ou de la variété des clauses et dispositions, ce pays vient en tête de toutes les listes.

Les motifs de cette particularité sont fort simples. Nous les reproduisons ci-après sous une forme très concise, en adoptant pour ces six points un style quasi télégraphique :

- a) frais de guerre, dévastations et ruines, tributs et réquisitions;
- b) reconstruction, nationalisations, investissements;
- c) économie désorganisée, multiplicité des charges étatiques, finances insuffisantes, impécuniosité, crédit public en difficulté;
- d) suppression des restrictions, taxations et tarifications, *fléchissement de la monnaie sans commune mesure*, dévaluation, instabilité monétaire permanente;
- e) défiance envers la monnaie, diminution de l'épargne, refus d'investir spontanément, thésaurisation de métal précieux;
- f) défection des prêteurs éventuels, nécessité d'avantages inédits et de garanties renforcées.

D'autres pays ont connu les mêmes prémices, il est vrai, mais leur économie a réagi différemment à l'égard du problème posé. Il ne nous appartient pas d'en déterminer les raisons dans le cadre de ce travail, aussi nous bornons-nous à enregistrer le fait, en affirmant ce que nous avons constaté au cours de nos recherches.

L'imagination ne fit heureusement pas défaut pour trouver les *garanties renforcées* et les *avantages inédits* proposés ci-haut. N'oublions pas qu'un effort tout particulier était vraiment nécessaire pour mettre à nouveau le souscripteur en confiance, tant à l'endroit

de l'emprunteur qu'envers l'avenir de la monnaie. L'offre d'appâts nouveaux et de garanties adéquates (juridiques, techniques et financières) se devait enfin de lutter contre la discrétion, la retenue et la dissimulation, écloses sous le régime d'occupation ¹.

Dans l'après-guerre, l'effort de réorganisation, de reconstruction, de modernisation et d'équipement ², se voulait grandiose. Il ne pouvait se satisfaire d'un financement parcimonieux. Or l'Etat n'était pas en mesure de fournir des ressources abondantes sans obérer ses comptes, et sans risquer d'aggraver la situation délicate d'une monnaie déjà fondante. L'impôt ni même l'émission de papier-monnaie ne pouvant suffire, il fallait à tout prix s'assurer une large participation de la collectivité. A côté du financement direct par le moyen de subventions prélevées sur le budget, avec l'inflation et la dévaluation pour corollaires, le gouvernement essaya de revenir à des méthodes plus orthodoxes, marquant un tournant dans sa politique économique, savoir : couvrir à nouveau les dépenses extraordinaires par voie d'emprunt.

Mais la contre-partie se déroba, fuyant la demande de fonds, à raison de l'inconvénient nominaliste avant tout. L'accent porta d'abord sur la lutte contre cet obstacle, puisque l'épargne existait encore mais se réfugiait prudemment dans la thésaurisation métallique, préférant l'inaction et la sécurité, plutôt que de se placer en investissements productifs et de risquer d'importantes pertes de substance.

Le problème eût-il trouvé une solution différente face à des liquidités pléthoriques ? Il est difficile de le dire, d'autant plus pour des Suisses : l'abondance se doublant dans notre pays de facteurs complémentaires favorables, tels crédit public solide, monnaie dure, stabilité politique, puis aussi traversée providentielle à quelques égratignures près d'une époque bien mouvementée.

Le fait est qu'une fois le branle donné, les émissions *indexées* se suivirent à une cadence accélérée, s'étendant du secteur public à celui de l'économie mixte, puis à nombre d'entreprises privées.

¹ J. MARCHAL, *op. cité*, p. 855.

² Plan Monnet, de 1947 à nos jours.

§ 9. LE RETENTISSEMENT DES EMPRUNTS INDEXÉS

Nous avons signalé plus haut ¹ que la disparition de la clause-or entraîna, dans les conditions d'emprunts par obligations, l'apparition des références fondées sur les index, summum le plus représentatif de la valeur effective du pouvoir d'achat de la monnaie. Du point de vue technique, le recours aux chiffres relatifs, aux nombres indices, et aux séries statistiques, est le fait du développement des sciences durant la première moitié de ce siècle. L'index avait gagné la faveur des milieux de finance dès 1929-32 déjà, mais la formule ne fit fortune dans le public qu'après la dernière guerre mondiale. Dans l'entretemps, l'économie sociale s'en était emparée, pour en faire la clé de voûte de tout système de salaires.

En un mot, l'*index* est devenu populaire. Sa vulgarisation l'a auréolé de la réputation de panacée, car il concrétise, par l'ajustement du revenu nominal au taux de sa valeur réelle, l'idée de défense du salarié. Dès lors, et puisque l'annonce d'une référence indexée est le synonyme d'une garantie intégrale et inaltérable, d'un dédommagement proportionné à l'ampleur de la dépréciation redoutée, il n'y a pas de raison que la pratique obligataire ne s'en emparât pas. Ce fut alors la floraison des émissions indexées dont nous avons tiré la matière des prochains chapitres.

Le goût du public pour les index, le succès des premières émissions munies de telles clauses, et leur remarquable tenue boursière, ouvrirent une voie nouvelle aux emprunteurs. Ils savaient désormais comment arrêter la fuite des prêteurs devant la monnaie, et combattre leur délaissement des contrats entachés de l'inconvénient nominaliste. La formule fit florès, et nous découvrons ici la raison principale du succès des émissions d'obligations qui reprirent le substantif ou l'adjectif tant prisé dans leurs programmes.

Une multitude de variétés d'emprunts indexés connut alors le jour, dont les clauses sont diverses à l'infini. La psychose de l'index, que nous pourrions qualifier d'« *indexomanie* », fit même qualifier

¹ Cf. § 7 du chapitre V.

d'emprunts indexés maintes sortes d'obligations dont les conditions semblaient inclure une référence anti-inflationniste. Il en est ainsi, par exemple, de la simple participation, entrevue au paragraphe 2 ci-dessus.

Bien mieux, la propagande s'empara de l'argument, le dénatura d'habile façon, et nous verrons plus loin qu'il se rencontre, par suite de confusions et d'équivoques, des formules abusives qui n'ont d'indexé que le nom. Notre tâche consistera à séparer l'ivraie du bon grain, et à distinguer, parmi la multiplicité des variantes possibles, les titres réellement indexés de ceux affublés d'une pseudo-indexation.

§ 10. SPÉCIMENS D'EMPRUNTS INDEXÉS RÉCENTS

En annexe à notre travail, nous citons toute une série de récents emprunts indexés, ou tout au moins d'emprunts présentés comme tels par leurs auteurs. Nous ne nous livrons pas, ce faisant, à la reproduction exhaustive de tous les spécimens apparus durant les dix dernières années, car leur nombre dépasse très largement deux centaines en tout cas. Nous avons donc restreint l'énumération des exemples dont il nous a été possible de prendre connaissance, pour la ramener à un choix de cas typiques. Cette limitation a été faite de deux façons.

En premier lieu, nous nous sommes astreint, pour éviter des longueurs, à ne reproduire que les clauses établissant l'existence de l'index, définissant sa nature, et réglant les conditions de son emploi. C'est la raison pour laquelle certaines citations sont extrêmement courtes, et se ramènent parfois à une seule phrase. De la sorte nous avons exclu délibérément toutes dispositions ne nous touchant pas directement. Nous l'avons fait d'autant plus aisément que le plan de notre travail a déjà repris ces autres matières au cours des trois premiers chapitres de théorie générale.

En second lieu, nous avons radié de notre liste tous les cas d'espèce qui n'étaient que la répétition de spécimens déjà enregistrés. A ce propos, il mérite d'être relevé que le nombre de types

originaux n'est pas exagérément étendu. En effet, sitôt qu'une combinaison de conditions a rencontré un accueil favorable auprès du public, on la voit reproduite pendant un certain temps par les emprunteurs les plus divers. Puis apparaît une formule nouvelle, fruit d'un effort d'imagination visant à produire une variante moins onéreuse, ou plus sûre, ou mieux fondée, ou tout simplement différente, pour raviver l'intérêt ému par la répétition de la forme précédente.

Signalons que nous n'avons pas accordé de préférence, en composant notre palette, aux emprunts remarquables en raison seulement du volume de l'opération et de son retentissement dans le monde, ou de la publicité particulière que leurs auteurs ont su leur donner. Non, nous nous sommes uniquement attaché aux caractéristiques techniques des réalisations récentes, pour disposer d'un répertoire bien garni et largement étalé. La physionomie de ce dernier reflète ainsi de façon assez fidèle la variété de notre documentation.

Puisque nous en sommes à parler des sources, citons avant tout les très volumineuses publications officielles et légales qu'il nous a fallu compulsier pour en extraire le fondement matériel de notre travail. Nous voulons parler du *Journal officiel de la République française (J. O.)*, années 1946 à 1956, ainsi que du *Bulletin des Annonces légales obligatoires à la charge des sociétés financières (B. A. L. O.)*, années 1950 à 1956. Le recours à quelques manuels boursiers, prospectus d'émission et articles de presse a permis de compléter notre documentation en la diversifiant.

Un mot encore au sujet des exemples énumérés dans l'annexe. L'ordre de présentation suit, dans la mesure du possible, la chronologie des apparitions rassemblées par pays. Il rejette, au fur et à mesure, nous l'avons dit, quantité d'emprunts émis à des conditions se rencontrant déjà dans des spécimens antérieurs. Cette façon de procéder enlève évidemment toute valeur à une comparaison éventuelle du nombre des exemples énoncés pour chaque année. Notre propos n'étant pas de nous livrer à une statistique des dits spécimens, nous ne nous arrêtons donc pas à ce détail. Précisons néanmoins que les émissions indexées ont atteint leur nombre record

en 1953 — sans prétendre par là que leur volume nominal global ait passé par son apogée à cette même époque.

Nous n'en dirons pas plus au sujet de notre enquête sur les cas d'espèce récents. Après avoir décrit leurs antécédents, exposé les raisons de leur apparition et expliqué les motifs de leur succès, nous n'avons fait que brosser le cadre dans lequel ils s'inscrivent. Il nous faut ensuite les dépeindre, et nous prions le lecteur de bien vouloir se référer, pour ce propos, à notre Annexe. Dans le chapitre suivant, nous allons examiner la structure technique et l'utilisation pratique des index, avant d'étudier, ultérieurement, leur fondement légal, leur rôle dans l'entreprise et leur place dans l'économie.

CHAPITRE VII

ANALYSE DES INDEX ET DE LA FAÇON DE LES APPLIQUER

Tout essai de systématisation ne se conçoit évidemment pas sans simplifications, ni schématisations des cas d'espèce analysés. Malgré la diversité des clauses dénombrées, et sans transgresser la lettre des exemples cités, nous allons nous efforcer d'arriver tout de même à une vue d'ensemble. Nous ferons ressortir avant tout les caractéristiques générales communes, en mettant simultanément en évidence quelques éléments de théorie.

Bien que nous nous soyons contraint à limiter le volume de l'Annexe, il nous a tout de même été possible de donner une idée mieux que sommaire de la variété des réalisations récentes en matière de valeurs indexées. Dans les considérations qui suivent, nous recourons accidentellement à des notions qui n'ont pas pu trouver place dans ce supplément. Elles sont néanmoins toutes reprises, sans aucune exception, à des spécimens tirés de la réalité concrète.

§ 1. GÉNÉRALITÉS: INDEX ET INDEXATION

Avant d'entamer l'analyse des index dont certaines obligations ont été munies pour offrir une protection contre la dépréciation monétaire, et avant d'examiner la façon d'appliquer ces références, ouvrons une parenthèse. Nous voulons parler au préalable des deux éléments en cause, pris séparément comme concepts indépendants.

L'*index* est un sujet trop connu pour requérir encore des précisions très fouillées. Son emploi, de nos jours, est suffisamment répandu pour que quiconque sache immédiatement de quoi l'on parle. Relevons à son propos que le concept « référence », contenu

dans le substantif en cause, a une signification pour le moins double : un sens large, et un autre plus spécifique.

Au sens général, *index* signifie référence chiffrée, rapport à une quantité variable, quelle qu'en soit la nature. Au sens particulier, il appelle une relation étroite avec un ensemble de prix, ou un groupe de coûts (de subsistances, de valeurs boursières, d'éléments de fabrications industrielles, etc...), disposés selon une formule standard et pratiquement invariable.

En somme, *index* fait penser soit à une variable mathématique, soit à un indice économique (avec l'arrière-pensée immédiate qu'il s'agit d'un élément de protection des revenus, de détermination des salaires, de rajustement des conventions, etc.). Parler d'emprunts indexés ne signifie donc pas nécessairement que les obligations en cause sont rattachées à l'indice du coût de la vie ou à celui des prix de gros. Plus simplement, elles sont liées à l'évolution d'un facteur quelconque, dont la nature varie au plus haut point, nous allons le voir incessamment.

Cette courte exégèse nous dévoile que la qualification *indexée* n'est pas forcément le synonyme exact de « protection économique contre les conséquences de la dépréciation monétaire ». Bien au contraire, des emprunts avec un intérêt variable sans plus, ou un rendement combiné de participation sans rapport avec les modifications éventuelles de la valeur du numéraire, ont été présentés comme valeurs indexées (à juste titre au sens large, mais à tort si l'on pense au sens particulier que les conditions de lancement laissaient supposer). Une attention soutenue devra être vouée en conséquence au libellé de la clause d'*index* et à la définition de la référence.

Quant à la *façon d'appliquer les index*, que le lecteur nous permette de recourir ici à un terme nouveau et très expressif, présentant l'avantage remarquable de condenser la périphrase en un seul mot que voici : l'*indexation*.

Sans être partisan fervent du renouvellement de la langue et de son vocabulaire, nous plaçons tout de même la cause de ce néologisme. Il est en premier lieu pratique, et concentre brièvement en un mot l'idée exprimée précédemment au moyen d'une périphrase. Deuxièmement, il ne résulte pas d'un oubli ni d'un mécompte,

mais répond bien au besoin d'exprimer un concept nouveau. De son côté, ce dernier est suffisamment clair, précis et répété, pour mériter d'être sanctionné par un substantif unique, qui l'identifie en le classant et en l'illustrant à la fois. Enfin *indexation* reste suffisamment près de sa racine commune pour que nous n'ayons pas à lui reprocher une technicité excessive, qui conduit généralement à fermer les sciences aux non-initiés. Nous ne rendrons donc aucun culte à l'hermétisme en adoptant l'*indexation*.

La terminologie financière contemporaine a déjà reconnu ce vocable comme sien, et nous avons constaté qu'elle lui attribue deux sens différents :

- 1^o l'action d'indexer, de munir d'une référence, la façon d'appliquer l'index;
- 2^o l'état de ce qui a été indexé, la simple présence d'une référence, l'existence d'une relation ou d'une clause appropriée ¹.

Pour clore cette courte notice terminologique, mentionnons un doublet d'*indexation* : l'« indexage ». Nous le faisons à seul titre documentaire, sans vouloir préconiser *indexation* pour l'action d'indexer, et *indexage* pour l'état de ce qui l'a été, ni *indexation* pour la référence d'ordre général et *indexage* pour celle de caractère nettement anti-inflationniste. Deux néologismes à la fois pour exprimer des idées si proches les unes des autres ne sauraient qu'engendrer des confusions. Bornons-nous donc à enregistrer définitivement *indexation*, qui a déjà pris droit de cité.

§ 2. NATURE DES INDEX

La variété des indices utilisés au cours de ces dix dernières années est d'une richesse extrême. Elle passe :

- a) des *prix* (y compris les cours ou les tarifs) ², absolus ou moyens, de revient ou de vente, de gros ou de détail, de marchandises, énergies ou services divers, tels que :

¹ Il n'est pas fait de nuance entre les indices de simple participation et ceux offrant une protection contre la dévaluation.

² Cf. Annexe, spécimens n^{os} VIII, IX, X, XII, XV, XVII, XIX, XX, XXIII, XXIV, XXV.

ciment, charbon, acier (laminé marchands Thomas), produits sidérurgiques ouvrés, articles de gomme pour équiper les roues de véhicules, lait,

mètre cube de gaz (à 4.200 calories), kilowattheure, salaire d'une équipe type,

kilomètre voyageur,

b) aux *ensembles de prix*, de cours ou de tarifs ¹, qu'il s'agisse d'une combinaison de plusieurs cotations déterminées, ou de formules pondérées et complexes, toutes prêtes, telles que les indices du coût de la vie, ou encore du coût de la construction, par exemple, puis à des *formules axées* sur:

c) la *production* ² quantitative, de marchandises (acier, pneumatiques, produits sidérurgiques, charbon) ou services (gaz, énergie électrique, transports...),

d) la *productivité* ³, ou amélioration et développement de la production industrielle et commerciale, quantitative ou qualitative, par application de techniques nouvelles et plus perfectionnées, d'investissements plus massifs — les uns étant intimement liés aux autres —. Il en est ainsi du rendement fond moyen des houillères, de l'augmentation de la production de divers services et marchandises énumérées ci-dessus, de la réduction du nombre d'heures de main-d'œuvre directe utilisée, etc...

e) Le *chiffre d'affaires* ⁴, le montant exact, ou en tranches arrondies, des ventes ou des recettes, globales ou partielles (catégorie bien définie du tout), réelles ou forfaitaires, brutes ou nettes (hors taxes);

ou seulement l'accroissement absolu de tout ou partie des ventes, ou encore le pourcentage de leur augmentation (accroissement relatif).

¹ Cf. Annexe, spécimens nos XI, XXI.

² Cf. Annexe, spécimens nos XIX, XXIV, XXV.

³ Cf. Annexe, spécimens nos IV, VII, XIV.

⁴ Cf. Annexe, spécimens nos I, II, III, VI, XVI.

La variété technologique des objets dont l'écoulement forme le chiffre d'affaires n'a vraiment plus de limite. Nous nous abstenons d'énumérer ici, en plus de ce qui a été résumé plus haut, les innombrables autres services exploités de façon organisée et suivie (du transport par pipe-line de produits pétroliers, à la cure thermale), ni les marchandises en cause (passant des denrées coloniales à l'électro-mécanique, à l'électronique, ou à l'artillerie). En effet, les articles retenus n'ont pas été choisis en raison de vertus particulières, et leur présence dans le libellé des conditions d'emprunt n'est fonction que du genre d'activité exercé par l'entreprise émettrice, et du domaine particulier qu'elle exploite.

- f) Les *résultats*¹ d'exercice, globaux ou partiels, savoir, au choix :
- bénéfice brut,
 - bénéfice net,
 - bénéfices distribués (y compris, peut-être, les attributions aux réserves spéciales ou facultatives, et le report à nouveau),
 - dividende (parfois avec réserves spéciales, et solde reporté),
 - super-dividende seulement (éventuellement augmenté de même),
 - ou toute autre partie définie du résultat, telle que le bénéfice financier seul (provenant du rendement d'un portefeuille de titres, par exemple),
 - ou encore, tout accroissement absolu, ou relatif (pourcentage d'augmentation), de l'un des éléments envisagés, par rapport à sa définition dans un exercice de référence.

§ 3. PROBLÈMES SOULEVÉS PAR LES INDEX FONDÉS SUR LES RÉSULTATS D'EXERCICE

D'innombrables difficultés d'application risquent de surgir lors du recours aux *résultats annuels* comme base de référence. Si l'on veut être assuré que les obligataires jouissent d'un taux de la relation également équitable tout au long du contrat, de nombreuses

¹ Cf. Annexe, spécimens nos V, XIII, XVIII, XXII.

précautions doivent être prises pour le calculer exactement à la fin de chaque exercice. En raison des modifications que subissent les différentes rubriques du bilan, ou des changements survenant dans la présentation comptable des éléments économiques de l'entreprise, il est souvent très délicat de préciser indiscutablement la part contractuelle du produit sur laquelle la référence prend appui.

Pour que la composition technique de cette base demeure identique, de la date de souscription à celle du remboursement, la structure financière de l'entité emprunteuse devrait en somme se cristalliser sur le modèle de ce qu'elle était au moment de l'émission. Ceci n'est évidemment pas possible. Mais on réalise théoriquement cette fiction, en suivant de près l'évolution des éléments économiques présents dans l'entreprise au moment du lancement de l'emprunt.

Dans cette intention, des dispositions particulières sont prescrites d'avance, qui s'appliquent aux principaux cas possibles de transformation des facteurs déterminant le niveau de l'indice. Ces clauses adéquates figurent au sein des conditions d'emprunt, sous la ou les rubriques concernant plus spécialement la référence indexée, et nous commentons ci-après les réflexions suggérées par le libellé de certaines d'entre elles.

A. Augmentation des fonds propres par constitution de réserves

Les attributions annuelles aux réserves légales, statutaires, spéciales ou générales, de même que la constitution prématurée de provisions complémentaires, grèvent évidemment le résultat brut de l'entreprise. Elles influencent par contrecoup le montant du bénéfice net, et risquent fort souvent de modifier profondément la base d'application de la formule d'index. Une définition précise de la nature du *résultat* pris comme critère s'impose de toute évidence, pour éviter ultérieurement des contestations.

Notons en passant que la constitution de toute réserve excédentaire désavantage l'obligataire, dans l'immédiat surtout. A plus longue échéance, il profite cependant des effets normalement bénéfiques de l'accroissement des fonds propres et de l'extension corrélative du potentiel productif.

B. *Mesures similaires d'autofinancement*

Des considérations analogues s'appliquent aux montants réinvestis systématiquement, et à quelque titre que ce soit, dans le cadre d'une politique concertée d'autofinancement (amortissements accrus, réserves *très* spéciales, ou dispositions similaires ayant pour effet simultané de réduire la part disponible du profit d'exercice).

Le bien-fondé de ces sages mesures de prudence, ou de prévoyance excessive, risque fort d'être mis en cause par les obligataires. Aussi, pour éviter des rencontres inutiles et de stériles discussions, on prévoit que les représentants de la masse des porteurs, chargés d'exercer un contrôle de l'application exacte de la formule d'index (dans les limites fixées par le contrat de prêt), seront mis au courant du détail des décisions adoptées. Mais leur mandat n'engendre qu'un pouvoir consultatif: ils n'ont aucune latitude d'invoquer ce droit de regard pour s'immiscer dans les affaires sociales ou dans les décisions de l'administration de l'entreprise.

C. *Augmentation des fonds propres par émission d'actions*

En principe, la part de revenu due à de nouvelles actions, émises postérieurement à la souscription de l'emprunt, ne saurait former une partie de la base sur laquelle est fondée l'amélioration d'intérêt servie aux obligataires. Peu importe que ces nouvelles actions aient été remises en compensation d'apports en nature, ou émises contre paiement en espèces — de leur valeur vénale s'entend, et non pas de leur valeur nominale seulement.

De plus, la part des réserves et provisions ultérieures, afférant à ces capitaux frais, accroîtra proportionnellement la somme des fonds dont le revenu ne doit pas être inclus dans la base de référence.

D. *Modification du statut des réserves*

Les réserves font partie d'une masse indivise sur le revenu de laquelle l'intérêt des obligations est indexé. La modification éven-

tuelle de leur statut contraint l'emprunteur à un effort d'attention tout particulier.

Un premier critère de jugement réside dans leur affectation. Resteront-elles au sein de l'entreprise, ou en sortiront-elles ? Serons-nous en présence d'une incorporation ou d'une distribution ? Si elles demeurent partie intégrante du patrimoine social, une question subsidiaire se pose : quelle sera leur nouvelle forme ? Si, par contre, elles sortent de l'entreprise, nous devons nous préoccuper, avant de penser à dédommager l'obligataire, à leur origine exacte. Pour plus de clarté, nous reprenons ces subtilités sous des rubriques séparées.

E. *Incorporations de réserves au capital social*

Nous touchons ici au problème de l'augmentation du capital sans accroissement corrélatif des fonds propres : de nouvelles actions sont émises, et distribuées sans paiement, ou moyennant versement d'une partie seulement de leur valeur.

- 1^o Actions gratuites. Les titres nouveaux, remis sans paiement aux sociétaires, ne sont pas à proprement parler une *distribution* de réserves, car leur contre-valeur *ne sort pas* de l'entreprise. Ces actions sont simplement *libérées* au moyen de réserves disponibles à cet effet. Elles ne s'assimilent donc pas à la catégorie d'actions évoquée sous lettre C, et leur participation au revenu sera maintenue dans la masse formant la base d'application de l'index.
- 2^o Actions offertes avec droit de souscription préférentiel. Les anciens actionnaires sont mis au bénéfice d'un droit privilégié de souscrire les titres nouveaux, moyennant versement d'un montant inférieur à la valeur vénale, savoir : valeur nominale seulement, ou nominal éventuellement augmenté d'un modeste *agio*, ou au contraire une somme inférieure au nominal. Dans ces cas précis, l'incorporation de réserves n'est que partielle, et se rapporte à la différence entre la valeur vénale (ou valeur boursière) et la somme effectivement versée. Nous sommes donc en présence d'une augmentation des fonds propres, dans une mesure égale au total des montants encaissés. En conséquence,

lors de la détermination de la base du calcul de l'index, il sera légitime de réduire le revenu proportionnellement à l'apport d'argent frais.

F. *Distribution de réserves*

La modification du statut des réserves s'accompagne ici d'une *distribution de fonds*, autrement dit d'une réduction du patrimoine social. Indiscutablement, l'obligataire est lésé dans ses droits économiques, et doit être indemnisé par un rajustement de l'index ou par une adaptation appropriée de la base d'application de la référence. Une question subsidiaire se pose ici : les réserves à distribuer ont-elles été amassées avant, ou après la souscription des obligations ?

Si leur origine est antérieure à l'émission de l'emprunt, le rajustement ne se rapporte qu'à la *jouissance* de cet élément des fonds propres. Si par contre la formation des réserves à distribuer fut postérieure au lancement de l'emprunt, c'est la *substance* des profits épargnés (en partie au détriment des obligataires, nous l'avons dit) et non seulement leur jouissance, qui fera l'objet de la compensation.

Evoquons brièvement encore les cas de fusion d'entreprises, de rachat de parts de fondateurs, d'émissions de bons de jouissance, pour montrer que l'utilisation de références fondées sur les résultats d'exercice conduit à des situations de plus en plus compliquées. Et, pourtant, nous avons sciemment écarté les questions relatives à l'utilisation des réserves aux fins auxquelles elles furent créées, les changements éventuels de la durée des exercices comptables, ou les remboursements d'obligations survenant entre des dates de clôture annuelle.

L'intervention subséquente de ces cas particuliers et exceptionnels montre à l'évidence que l'indexation des emprunts sur les résultats d'entreprise pose de nombreux et délicats problèmes, difficiles à résoudre à la satisfaction de chacun. La complexité des cas théoriques est très grande. Mais elle n'est pas inextricable, car les conditions d'émission des obligations indexées sont stipulées par l'emprunteur. Il lui est donc loisible d'opter pour un libellé clair et précis, excluant les cas douteux et fixant la mesure exacte des avantages spéciaux inclus dans l'index qu'il a choisi.

§ 4. CARACTÈRES DE L'INDEX

Examinons maintenant les caractéristiques particulières des indices de référence, sous l'angle de leur constitution propre et sous celui de leur détermination.

Index simple	— il n'est fait appel, pour le composer, qu'à une seule et unique référence;
» double	— deux indices, évidemment, se trouvent en présence, et...
» alternatif	— s'excluent l'un l'autre, ou, au contraire,...
» simultané	— interviennent ensemble, de sorte que...
» combiné	— les montants exprimés en numéraire sont rattachés à leur somme, à leur produit, ou encore à la résultante d'un rapport défini qui les relie;
» multiple	— plusieurs indices entrent en ligne de compte, alternativement ou simultanément, et...
» composite	— s'excluent mutuellement, ou s'additionnent, se combinent les uns avec les autres, selon des normes précisées dans l'énoncé du contrat; de ce fait, la clause <i>ad hoc</i> prend parfois l'aspect d'une formule mathématique plus ou moins compliquée.
Index définitif	— Le choix des éléments constitutifs a été fait une fois pour toutes, et pour la durée entière du contrat;
» revisable	— ici, au contraire, la réalisation de certaines conditions détermine la possibilité de reviser l'index, de l'ajuster, de réexaminer sa base, ou de l'adapter aux circonstances nouvelles.
Index commun	— La référence existe dans l'économie, sous une forme connue, déjà utilisée à d'autres fins;
» spécial	— inversement, l'indice est créé de toutes pièces, au seul usage de l'emprunt en cause.
Index public	— Quiconque peut en prendre facilement connaissance;
» particulier	— seuls quelques initiés, obligataires <i>de confiance</i> (généralement: les représentants de la masse des prêteurs) sont renseignés en détail sur sa composition.

- Index quotidien — Il est immédiatement connu, pratiquement au jour le jour;
- » périodique — l'indice ne manifeste ses variations que toutes les semaines, tous les mois, ou trimestriellement, semestriellement, voire même annuellement;
- » différé — il n'est publié, pour des raisons d'ordre pratique, qu'après un certain temps.
- Index brut — La référence exprime directement l'état matériel de ce qu'elle représente,
- » ajusté — au contraire, par suite du recours à des moyennes (ou à d'autres procédés mathématiques), ses irrégularités accidentelles se trouvent nivelées, et son profil général normalisé.

Il se peut que des index inédits présentent encore des qualités ignorées par notre énumération. Il ne pourra cependant s'agir que de caractères secondaires ou dérivés.

§ 5. FAÇON D'APPLIQUER L'INDEX, OU INDEXATION

Le rattachement à l'index des sommes exprimées en numéraire varie considérablement aussi, d'un cas à l'autre. Sans prétendre à un examen quasi exhaustif des caractères possibles, nous décrivons ci-après ceux que nous avons découverts au cours de nos recherches, et dont nous avons complété la liste en comblant les lacunes, après lecture, pour obtenir une vue plus systématique.

- Indexation certaine — Les modalités d'application ne prévoient aucune restriction;
- » conditionnelle — ici au contraire, le recours à la référence est soumis à l'apparition ou à la réalisation de conditions bien définies; l'indexation devient donc occasionnelle, sporadique, pour ne pas écrire aléatoire.
- Indexation systématique — L'index prévu est appliqué d'office;
- » facultative — à l'encontre de ce qui précède, le porteur doit manifester expressément sa volonté de bénéficier de l'indexation envisagée;
- » par option — il devra par exemple notifier sa décision en réponse à un choix offert conformément aux stipulations convenues.

Indexation définitive	— La clause concernant l'utilisation de l'indice n'est pas sujette à modification, et demeure invariable et immuable, jusqu'au terme du contrat;
Indexation révisable	— Il peut, au contraire, être entendu que les conditions seront réexaminées en vue de déterminer une nouvelle base, si leurs effets s'accusaient au point de les rendre vraiment trop onéreuses pour l'emprunteur;
» révocable	— le libellé comporte une échappatoire, et permet au débiteur — passé un certain niveau de la référence — de se défaire du contrat, aux conditions maxima atteintes (en somme: nouvelle forme de clause de remboursement anticipé).
Indexation directe	— Les effets d'augmentation du capital et de l'intérêt sont fonction proportionnelle des modifications de l'index;
» indirecte	— un coefficient est intercalé entre l'indice et les éléments financiers majeurs de l'emprunt; ce module vise généralement à restreindre l'ampleur des variations de l'index, par application d'une formule de réduction.
Indexation intégrale	— Quels que soient l'accroissement ou la diminution de l'indice, la référence reste en vigueur, en toute circonstance de hausse ou de baisse;
» limitée	— à l'encontre de ce principe, des restrictions sont apportées au fonctionnement de la relation rattachant le numéraire à l'index: a) le multiplicateur n'agit qu'à partir d'un certain niveau minimum (limitation par le bas), b) ou il cesse d'intervenir au-delà d'un plafond déterminé (limitation, par le haut, de l'avantage conféré);
» réciproque	— le débiteur, aussi bien que le prêteur — alternativement, et l'un à l'exclusion de l'autre — bénéficient des changements de valeur de la référence (l'indexation couvre, dans ce cas, aussi bien la dépréciation de la

		devise, que l'appréciation — très éventuelle — de son pouvoir d'achat);
Indexation unilatérale	—	un seul contractant jouit de l'avantage: ce sera toujours le prêteur, uniquement, ainsi assuré à la hausse (en théorie, le débiteur pourrait fort bien être assuré, seul, contre des tendances à la baisse).
Indexation totale	—	Tant le capital que l'intérêt profitent de l'avantage convenu;
» partielle	—	une partie seulement du principal et du revenu est indexée, ou le capital seul (en totalité ou en fraction) ou l'intérêt seul (tout ou partie, également).
Indexation unique	—	Le fonds et le revenu sont reliés de façon identique à l'index, ou, au contraire...
» différenciée	—	des coefficients spécifiques sont applicables au principal d'une part, et aux accessoires de l'autre, modifiant ainsi le taux de l'intérêt servi, rapporté au capital; autrement dit, le taux du rendement indexé est différent du taux nominal.
Indexation immédiate	—	Le niveau déterminant de la référence est celui de l'index au jour de l'échéance;
» différée	—	a) un premier délai minimum — nécessité par la mise au net des résultats financiers, économiques, commerciaux ou techniques, par l'établissement des calculs, moyennes, indices, etc. — est interposé entre la date critère et celle de l'entrée en vigueur de la référence; b) un second décalage résulte des publications obligatoires convenues et des délais éventuels de recours; c) puis s'ajoute encore le temps qui s'écoulera entre le moment où l'index est connu, puis publié, et l'échéance d'intérêt ou de remboursement à laquelle il sera effectivement mis en application (notons qu'à ce moment, la valeur de l'index risque fort d'avoir été dépassée

par l'évolution de l'économie en mouvement);

- Indexation retardée — le taux applicable correspond à la valeur de la référence durant une période antérieure (dernier trimestre, dernier exercice) ou à sa moyenne au cours des deux ou trois années précédentes;
- » à retard corrigé — l'inconvénient résultant du décalage entre l'époque de la détermination du critère et celle de son application est éliminé par un paiement anticipé, de l'intérêt seulement bien entendu;
- » prolongée — le règlement des accessoires, ou la restitution du principal, sont effectués en bons intérimaires, convertibles — durant une période définie, et au gré du porteur — en biens ou en services; l'échange ultérieur se fait à la valeur atteinte par l'index au moment de l'utilisation de ces bons intérimaires;
- » rétroactive — sous certaines conditions (par exemple: détention de titres provenant d'une tranche antérieure), les souscripteurs des nouvelles obligations bénéficient d'un niveau de base ancien de l'indice (autrement dit: la validité des conditions de l'émission précédente est prorogée).
- » totalisée — Les majorations annuelles affectant l'intérêt sont accumulées, puis bonifiées en une seule fois, à la date du remboursement;
- » cumulative — à défaut de disponibilités suffisantes pour assurer le service des suppléments, les majorations sont reportées à l'année suivante, ou réparties sur des exercices ultérieurs (augmentées peut-être d'une « pénalité de retard »);
- prescriptible — au contraire, si un manque d'aisance dans la trésorerie vient empêcher le paiement — à terme échu — des bonifications supplémentaires, celles-ci sont purement et simplement annulées !

Indexation exacte	—	la valeur applicable de la référence est rigoureusement celle fournie par la formule d'index;
» étagée	—	il a été prévu un barème échelonné des taux utilisables, leurs niveaux étant répartis selon une progression par paliers.
» fondée	—	L'indice de référence est basé sur un facteur économique, qui procure lui-même les moyens financiers indispensables au paiement des surplus;
» indépendante	—	le critère choisi est complètement séparé des éléments qui fournissent la substance nécessaire au versement des majorations convenues, ou n'est du moins pas en rapport étroit avec eux.

Nous n'en dirons pas plus sur la façon d'appliquer les index, pour éviter de noyer notre analyse dans des détails d'exécution et des accessoires exceptionnels d'intérêt mineur.

§ 6. CARACTÉRISTIQUES COMMUNES AUX PRATIQUES INDEXÉES EN VIGUEUR

Dans tous les exemples catalogués, sans exception, nous constatons de prime abord que les éléments financiers des emprunts indexés sont avant tout définis en monnaie courante du lieu et de l'époque, à l'instar de ceux des emprunts ordinaires.

En second lieu, l'indexation dont jouissent les obligations garanties est simplement accolée à ces éléments financiers primaires. Elle ne se substitue jamais à eux de façon complètement exclusive, à une exception près il est vrai ¹. Nous pouvons donc en déduire que les emprunts indexés offrent simplement une amélioration des conditions usuelles. Les titres émis sont de type ordinaire, mais mieux

¹ Cf. Annexe, spécimen n° IX.

garantis. Les obligations indexées ne sont donc pas une catégorie nouvelle de papiers-valeurs inédits ¹.

Troisièmement, nous remarquons que les clauses d'emprunt, en définissant au moyen du numéraire les éléments financiers du contrat, établissent simultanément une limite inférieure au-dessous de laquelle les contre-prestations de l'emprunteur ne sauraient descendre sans violation flagrante des engagements pris. Il en résulte évidemment que les index ne peuvent jouer qu'à la hausse. En d'autres termes, ils servent à protéger uniquement les prêteurs, qui de cette façon sont toujours certains de recevoir en intérêts, et de recouvrer en capital, la quasi intégralité des sommes convenues et exprimées en numéraire. Il découle également de cet état de choses que toutes les indexations rencontrées sont apparemment unilatérales. Les rares cas où elles semblent réciproques sont ceux où une baisse du niveau de l'indice suit une période de croissance préalable, au-dessus de la limite minimum.

Une autre particularité commune réside dans le fait que les clauses de garantie, dont sont assorties les obligations indexées, ne signalent presque jamais ouvertement leur nature de protection complémentaire contre les effets de la dépréciation monétaire. Elles apparaissent plus souvent comme un intéressement de l'obligataire à l'accroissement de la production ou à l'amélioration du rendement, ou comme une participation à l'extension du chiffre d'affaires (laquelle est une conséquence partielle et indirecte de la hausse des prix nominaux). Dans les conditions d'emprunt les plus explicites, il est tout au plus fait mention d'une variation de prix, de cours, ou d'une référence à leur hausse ². Mais la hausse des prix implique la notion corrélative d'inflation, et cette dernière appelle inévitablement celle de dévalorisation monétaire. L'allusion est donc indirecte, mais suffisamment claire tout de même.

Une autre particularité attire encore l'attention : la nature des index est *interne*. Etant donné son importance, nous lui réservons tout le paragraphe suivant.

¹ C'est ce que nous écrivions du reste au § 4 du chap. VI.

² Cf. Annexe, spécimens nos XV, XVIII, XX, XXIII et XXVI en particulier.

§ 7. LA NATURE DES INDEX

En signalant que les indices sont *internes*, nous voulons dire que, dans leur grande majorité, les références convenues sont en rapport direct, ou au moins indirect en tout cas, avec le genre spécifique d'activité économique exercée par l'emprunteur. Nous opposons cette caractéristique aux index externes, ou généraux, que sont par exemple une devise forte (garantie de change), une clause-or, ou encore l'indice du coût de la vie ¹.

Malgré leur volonté évidente de donner aux souscripteurs des assurances infaillibles contre la dépréciation monétaire, les débiteurs ne se sont jamais départis des moyens de faire face à leurs charges nouvelles. Vu ce souci permanent de ne pas aller au-devant de difficultés insurmontables, nous pouvons déduire que les garanties rencontrées se trouvent donc renforcées par la nature de leur fondement technique. Cette conception prudente, fort défendable en soi, et louable même, s'est imposée irrésistiblement. Et si les index repérés ne sont pas tous aussi parfaits, sous l'angle de la protection contre la dévalorisation de la monnaie, que ne le seraient des indices *externes*, tel celui du coût de la vie; au moins sommes-nous assurés qu'ils ne seront plus, pour le débiteur, la cause d'effets dommageables imprévus, exagérés dans leurs conséquences, le laissant complètement désemparé. N'entraînant aucune impossibilité matérielle de satisfaire aux engagements, ne mettant pas non plus l'existence de l'entreprise en danger, les index internes suppriment également tout prétexte organique pouvant donner matière à contestation, pousser au procès, et conduire à la révocation.

Force nous est d'ouvrir tout de même ici deux parenthèses.

Dans la première, nous ferons état d'une exception. La référence choisie par Kooperativa förbundet (dernier exemple cité), n'est autre que l'indice du coût de la vie ! Mais son application est limitée, dans les conditions d'emprunt, par la prescription d'un taux maxi-

¹ Cf. chap. V, § 10.

mum de majoration fixé à 50% du nominal. Puis il se doit d'être relevé, sur un plan plus général, qu'une fédération de coopératives de consommation patronne nécessairement un réseau de production et de distribution de marchandises et services, qui couvre une très large fraction du secteur économique. Elle participe de ce fait à la formation des prix de nombreux éléments, si nombreux même qu'ils ne sont pas loin d'atteindre la diversité des facteurs réunis dans un index officiel du coût de la vie. L'extension des activités auxquelles cette centrale participe indirectement permet, en dernière analyse, de qualifier d'interne cette référence apparemment externe par excellence.

Un second indice appelle une mention particulière: celui rencontré dans le libellé des conditions de l'Emprunt 3½% 1952, à capital garanti (cf. Annexe, spécimen n° X). L'index en cause, applicable au capital seulement mais sans limite cette fois, est en effet « la moyenne des cours de la pièce d'or française de 20 francs, pratiqués sur le marché libre des matières d'or... ».

Mais, pour qu'une émission d'Etat puisse jouir des avantages inhérents aux références dites internes, dans quel domaine faudrait-il rechercher l'indice désiré ? Dans celui de la démographie, puisque la population est un élément de la richesse des nations ? Ou du côté des finances publiques (qu'il s'agisse des rentrées ou des dépenses) ? Ou dans le rattachement des montants nominaux au volume du numéraire émis ? Ou encore à l'étalon de base de la monnaie: l'or ?

La question reste ouverte. Mais le choix d'une garantie-or, malgré ce que nous avons pu écrire à son sujet au chapitre V, nous semble rester tout de même, pour un Etat et à l'exclusion des autres communautés de droit public, dans le cadre idéal des index internes. La même remarque s'applique, par extension, à l'indice dont sont munies les obligations de l'Emprunt national 5% 1956¹. Cette conclusion touchant à l'économie de l'index ne coïncide cependant pas exactement avec les vues d'ordre juridique concernant la légalité de la référence.

¹ Cf. Annexe, spécimen n° XXVI.

§ 8. AUTRES CARACTÉRISTIQUES COMMUNES (suite)

Nous reprenons séparément, dans ce paragraphe distinct, deux nouveaux caractères communs qui ne nous ont pas paru aussi évidents que les précédents. Ils se rapportent moins aux conditions d'indexation qu'au fonctionnement du système. Ces deux points faibles se retrouvent dans presque toutes les combinaisons revues, et sont la conséquence indirecte de leur existence. L'un est d'ordre économique, l'autre ressortit à la technique.

A. *Le risque d'appréciation éventuelle de la devise.* — En raison de la présence d'une limite nominale inférieure et d'une indexation unilatérale, les emprunteurs se trouvent pleinement exposés au risque d'appréciation de la devise utilisée pour définir le capital et l'intérêt. Nous le relevions déjà plus haut en écrivant « que les index ne peuvent jouer qu'à la hausse ». En nous référant à l'analyse de la façon d'appliquer les index ¹, ajoutons simplement que toutes les indexations rencontrées sont *unilatérales* (type qui s'oppose aux indexations *réciproques*).

Dans le même esprit, notons que les dispositions prévoyant la révision des références de base, ou concernant la limitation des effets d'indexation, ou régissant le droit de se départir du contrat en cas de modification démesurée du niveau de l'indice ², n'envisagent que l'éventualité d'une inflation prononcée, avec apparition simultanée de majorations et de suppléments dépassant, dans une mesure de 200 à 400 %, la valeur nominale des prestations convenues (intérêt, annuité constante ³, ou principal). De même, certaines clauses prévoient que si l'index fournit des indications régulièrement et notablement inférieures à la parité, la masse des obligataires est en droit de requérir le réexamen de la formule, et la fixation de nouvelles bases de référence. Faite par l'emprunteur, cette offre sous-entend évidemment qu'il est disposé par avance à bien accueillir de telles requêtes, le cas échéant.

¹ Cf. paragraphe 4 ci-dessus.

² Par dénonciation au remboursement anticipé.

³ Intérêt + fraction de capital remboursée annuellement.

Mais qu'arrivera-t-il dans l'éventualité d'une augmentation du pouvoir d'achat de la monnaie ? Car, si les index économiques, commerciaux ou financiers, tombaient au-dessous de leur niveau de base par suite d'une baisse des prix consécutive à la réévaluation de la devise, les prêteurs bénéficieraient automatiquement des limites nominales prévues, ou opteraient systématiquement pour l'expression monétaire des prestations contractuelles. En effet, cette valeur nominale représenterait, en métal, marchandises ou services, plus d'unités que celle prêtée à l'origine. Et quelle serait la position des débiteurs ?

Avant de répondre à ces questions, convenons que l'hypothèse sur laquelle elles reposent ne sera jamais qu'une vue de l'esprit, et ne sortira pas du domaine de la théorie pure. Nous croyons l'avoir suffisamment démontré au chapitre IV (paragraphe 1, en particulier).

Quant à la réaction des débiteurs, elle serait certainement la même partout, qu'il s'agisse d'emprunts indexés, d'emprunts traditionnels, ou de toutes autres dettes chirographaires. Il suffit, pour la connaître, d'interpréter à rebours les « Précautions, mesures de défense, contre-offensive » énumérées au paragraphe 6 du chapitre IV. Nous verrions d'abord tous les débiteurs chercher à se débarrasser au plus vite de contrats représentant une dette croissant rapidement avec le temps, sous la double action des intérêts stipulés et surtout d'un mouvement de revalorisation monétaire. Puis il est à supposer qu'ils tenteraient ensuite de se porter eux-mêmes créanciers, puisque sous l'angle nominaliste cette position enviable serait la source de gains substantiels.

Mais l'appréciation de la devise, la revalorisation du numéraire, et l'accroissement de son pouvoir d'achat, sont autant d'expressions littéraires d'un phénomène que l'histoire économique considère comme aussi rare que les miracles. Les emprunteurs n'ont donc pas craint d'endosser délibérément un tel risque... Ce geste est du reste une présomption de plus que la monnaie, expression nominale des éléments financiers des emprunts, ne peut *que* se déprécier au cours des ans. Cette thèse a été implicitement admise, sans conteste, par tous les promoteurs de contrats de prêt indexés.

B. *Le risque de dépréciation technique.* — Cette expression recouvre, au-delà de l'usure et du vieillissement des éléments matériels constituant le potentiel productif, les réductions de prix et les moins-values de revenu, consécutives à divers facteurs, tels que

la mise en œuvre de techniques nouvelles (ainsi l'« automation », par exemple)

ou la découverte de matières inédites (ex.: les plastiques)

ou encore l'utilisation de sources d'énergie originales et pratiquement inexploitées à ce jour (marémotrice, solaire, atomique).

Or ce risque particulier ne semble pas avoir été couvert dans tous les cas. Et, pourtant, les emprunteurs des diverses branches économiques ne se sont certainement pas décidés à indexer sans penser à de telles éventualités. Mais, après réflexion, et en tenant compte du terme des emprunts, le risque de dépréciation technique n'a pas dû leur paraître bien grave pour les raisons que voici :

- 1^o le recours à de nouvelles techniques de production n'est généralement possible qu'après de longues et coûteuses recherches, qu'il faut amortir;
- 2^o de plus, les innovations exigent un effort d'adaptation, des mises de fonds notables, des investissements plus massifs que précédemment, qui accroissent les nouveaux prix de revient;
- 3^o ensuite, les réductions de prix ouvrent la perspective à un accroissement des quantités écoulées, et présupposent une compensation de la moins-value redoutée des éléments du revenu ¹;
- 4^o enfin, ces quelques remarques s'appliquent également aux matières nouvelles et aux sources d'énergie inédites.

¹ Ceci peut être vrai pour le revenu brut, mais est loin de s'avérer pour le revenu net, car la pratique montre souvent qu'il n'y a pas proportionnalité entre les termes. Les sacrifices sur les prix, réduisant d'abord la marge bénéficiaire, n'entraînent pas, immédiatement tout au moins, le maintien d'un profit total identique. A plus long terme cependant, l'action des quantités accrues peut exercer une pression sur les prix de revient, et rétablir finalement l'équilibre de l'équation.

§ 9. LA QUALITÉ DES INDEX

Sans établir une classification détaillée des indices rencontrés en les rangeant par ordre qualitatif, nous distinguons cependant quelques grandes catégories d'index, dont nous examinons ci-après les particularités.

I. Rappelons avant tout que l'expression la meilleure de la conservation d'un pouvoir d'achat stable est le rattachement immédiat, direct, et proportionnel, à l'évolution de l'indice du coût de la vie (sous réserve que ses éléments constitutifs coïncident bien avec la composition du budget individuel). Cette condition idéale se retrouve dans la plupart des références *monétaires* (en rapport avec le pouvoir d'achat du numéraire). Elle se résume, dans la littérature contemporaine, par le terme générique de « clause d'échelle mobile », imagé et suggestif à souhait ¹. Voilà pour le summum.

Les index les mieux représentatifs seront donc, par ordre qualitatif décroissant :

ceux qui s'identifient avec cet indice,
ou plus sommairement, ceux qui le suivent fidèlement,
ou encore, en faisant abstraction des facteurs de pondération, ceux qui portent le mieux la marque du mouvement général des prix.

II. Aussi est-ce avant tout aux *prix* que nous attribuons la seconde place, pour autant qu'ils suivent bien les mouvements de la conjoncture, et ne soient pas trop entachés du risque de dévalorisation technique ². Tel sera le cas, par exemple, pour les cotations des articles courants ayant un large marché, ou pour les prix des services communs produits par l'économie privée.

Quid des régies et des entreprises d'Etat ? N'est-il pas à craindre que leurs tarifs et prix de vente aient à souffrir d'influences parti-

¹ Par extension, ce vocable est devenu le synonyme de toute clause de référence.

² Nous venons de mettre en évidence, dans le paragraphe précédent, les réserves sous lesquelles il y a lieu de mentionner ce risque.

sanés et d'intentions sociales ? Car les pouvoirs publics ont pris l'habitude d'étendre leurs impératifs politiques au domaine économique ! Vu leur caractère général d'entreprises à but principal de service, pratiquant la cession au plus juste prix (prix de revient, ou même au-dessous de ce niveau si des subventions viennent combler les déficits), les tarifs des établissements d'économie mixte seront en butte aux ukases de l'Etat. Or, il est précisément à craindre, en période d'inflation, que ce dernier use de son autorité pour empêcher les services publics d'emboîter le pas, contribuant ainsi à freiner la hausse, et renforçant de la sorte les mesures prises pour lutter contre l'accroissement rapide et généralisé des prix. L'index interne, pris au sein de telles entités, ne saurait être une garantie efficace durant ces moments troublés.

Mais la tendance dominante est d'accorder actuellement l'autonomie financière et économique aux services publics, avec recommandation implicite de vivre par leurs propres moyens, en déterminant des prix de vente commerciaux normaux et équitables, quoique exempts de profit. Ceci fait présumer, une fois la bourrasque passée, que latitude leur sera donnée de réadapter leurs tarifs, au moment seulement où l'économie montrera dans son ensemble une propension suffisante à la stabilisation. Nous ne chargerons pas inutilement notre exposé par la reproduction de statistiques dignes de foi ¹, mais signalons que les tableaux de la publication en cause montrent à l'évidence ce qui suit : le prix moyen des tarifs d'énergie ou de transport, rapporté aux indices des prix de gros ou de détail, marque une tendance similaire à la hausse, mais avec retard et modération. Ce double décalage (époque et ampleur) est manifeste. Il n'est toutefois qu'un moindre mal, du point de vue de la qualité des index, bien entendu.

III. Viennent ensuite, toujours parmi les indices économiques ou commerciaux, les *chiffres d'affaires*, formés du produit des quantités écoulées par les prix (les voilà une fois encore). La vitalité de

¹ *Statistiques et Etudes financières — Supplément Finances françaises*. Paris, 18, 1953, p. 190 (Rapport sur les comptes provisoires de la nation des années 1951 et 1952).

l'entreprise, le secteur économique dans lequel elle évolue, les tendances générales de la conjoncture, et nombre de facteurs étrangers à la hausse des prix, altèrent la qualité de l'index, sans diminuer pour autant les possibilités de compensation de la dévalorisation. La nature de ces dernières nous incite dès lors à parler de chances particulières de plus-value et de profit supplémentaire, plutôt que de compensation d'une perte du pouvoir d'achat.

IV. Les *résultats d'exercice*, dont nous avons parlé aux paragraphes 2 et 3 de ce chapitre, sont entachés de plus d'impureté que les chiffres d'affaires. La somme des éléments étrangers à la hausse inflationniste des prix et à la dégradation du pouvoir d'achat de la monnaie augmente encore. Ceci sans compter que la détermination de bon nombre de résultats, à l'instar du superdividende, par exemple, est laissée à l'entière discrétion de l'emprunteur. Que l'on repense à ce propos au jeu des évaluations comptables, des amortissements, des réserves et des provisions, des attributions générales ou spéciales, à l'endroit desquelles l'obligataire n'est pas invité à se prononcer, puisqu'il n'est pas un associé.

V. Quant à la *production* et à la *productivité*, ce ne sont à notre avis que des indices technologiques ou techniques, de caractère industriel, en rapport vraiment très vague avec le maintien du pouvoir d'achat des montants de capital ou d'intérêt exprimés en numéraire. Ceci ne signifie pas qu'ils sont peu intéressants ou profitables. Mais ils dépendent beaucoup plus de l'avenir économique de l'entité emprunteuse que du niveau du coût de la vie ou de la valeur de la monnaie. En somme, ces indices particuliers intéressent le prêteur aux destinées de l'entreprise à laquelle il confie ses fonds, sans le protéger vraiment contre les effets de changements d'aloi.

Le recours à ces indices dérivés, qui semblent étrangers aux phénomènes de dévaluation, s'explique surtout par des raisons d'ordre juridique ¹. Nous pouvons même ajouter que leur apparition dans l'économie financière et leur présence dans la pratique indexée contemporaine ne relève *que* de ces motifs.

¹ Cf. chapitre VIII ci-après.

§ 10. LA QUALITÉ DES MODES D'INDEXER

Vaut-il la peine d'établir une liste qualificative des différents genres d'indexation ? Non, car :

le grand nombre de caractéristiques possibles — nous en avons signalé une trentaine, au § 4 ci-dessus,
leur diversité, jointe au fait que plusieurs d'entre elles se rencontrent simultanément dans un même emprunt, séparément ou combinées,
leur degré d'intensité variable de cas en cas,
leur dépendance de données de fait particulières à chaque émission ou à chaque société émettrice,
enlèveraient une bonne partie de la signification d'un tel classement.

Précisons simplement que l'adoption d'un index de catégorie inférieure, jointe à l'application d'un coefficient réducteur ou à l'intervention de limitations, conduit à une garantie d'effet très restreint. On pourra parler alors, à juste titre, de *pseudo-indexation*.

En terminant ce paragraphe relevons que les divers modes énumérés ont été utilisés dans des emprunts d'échéances fort différentes, allant de 3½ à 60 ans. La majorité des cas fait toutefois ressortir une durée moyenne de 15 à 20 ans, dont la longueur est bien suffisante pour motiver des mesures réservées en principe aux délais très étendus. Cette remarque est à mettre en rapport avec l'évolution du concept *long terme*¹.

§ 11. LES ÉLÉMENTS INDEXÉS

A première vue, et de par la diversité de leur nomenclature, les éléments indexés semblent assez nombreux. En voici une liste :

capital, prix de rachat, prix de remboursement,
intérêt, surintérêt, revenu, produit, intérêt complémentaire, bonus d'intérêt, intérêt supplémentaire variable, part variable de l'intérêt, prime complémentaire, prime de remboursement, bonus de remboursement, prime variable, lot, bonification supplémentaire (en intérêt, en capital), prime d'intéressement variable,
bonus, tantième,...

¹ Cf. chapitre II, § 4.

Après analyse, ces termes variés se ramènent à deux ou trois catégories fondamentales, savoir :

1^o le capital; il se trouve être indexé directement par le jeu des prix de remboursement ou de rachat variables, ou indirectement par les primes de remboursement indexées et bonifications supplémentaires s'appliquant à l'échéance;

2^o le revenu, qu'il faut subdiviser en deux :

- a) les intérêts et les lots; ils peuvent être directement reliés à l'index par majoration de leurs montants, ou l'être indirectement par le moyen de compléments, tels que part variable de revenu, bonification supplémentaire, surintérêt, etc.;
- b) les participations; elles sont variables par essence, soit en fonction directe des résultats d'exercice, bénéfices statutaires, etc., soit indirectement par le truchement des primes d'intéressement, bonus, ou tantièmes.

Cette floraison de termes inédits en matière d'emprunts, et de concepts anciens pris dans une acception nouvelle ¹, procède d'une intention manifeste de recourir à l'usage de synonymes. Nous aurons l'occasion d'en examiner les raisons au cours du chapitre suivant. Toutefois, avant de passer aux considérations d'ordre juridique qui vont suivre, terminons l'examen des *éléments indexés*, par l'étude d'un cas d'indexation partielle et alternative, du capital ou du revenu.

Il est évidemment préférable que le principal et le revenu soient protégés tous deux contre la dévalorisation du pouvoir d'achat de leur expression en numéraire. Mais nous pouvons tout de même nous demander à quel élément nous donnerions la préférence, s'il fallait absolument choisir entre l'un ou l'autre.

Au premier abord, le fonds semble compter pour beaucoup plus que le revenu, et mériter seul toute l'attention. Relier le principal à un indice ne jouant qu'à la hausse, équivaut à comparer l'éven-

¹ Exemple: l'attribution d'un *tantième* aux obligataires (cf. Annexe, spécimen n^o XXII).

tualité d'un capital progressivement croissant avec la certitude d'un revenu invariable. Le taux d'intérêt servi s'amenuisera relativement d'année en année, au fur et à mesure de l'augmentation du dit capital. Les emprunts traditionnels nous avaient déjà révélé des intérêts variables ¹, mais seulement sous une forme contractuelle et connue d'avance avec précision. L'emploi d'indices nous place par contre devant cette situation nouvelle.

A seconde vue, et particulièrement dans le cas d'emprunts à 50 ou 60 ans de terme, la somme totale des revenus perçus forme une telle masse que nos conclusions premières vont s'en trouver modifiées. Cette somme est en effet nettement supérieure au montant du capital, dès que le taux d'intérêt atteint ou dépasse 2%. Ceci nous incite à préférer alors l'indexation du revenu, opinion diamétralement opposée à celle formulée à l'alinéa précédent. La comparaison du volume du principal avec la somme des accessoires (fonction du taux et de la durée) s'impose donc dans chaque cas, pour permettre une saine appréciation des conditions.

Mais que penser enfin d'un revenu, seul indexé, qui viendrait à dépasser, après quelques années d'inflation accélérée, la valeur nominale du capital ! ² Le recours aux index nous ménage en effet

¹ Cf. chapitre II, § 7, lettre A.

² Une telle situation est facilement imaginable, si nous projetons dans l'avenir des diminutions de pouvoir d'achat semblables à celles que subirent les monnaies de quelques pays affiliés, en leur temps, aux conventions de l'Union latine. Ces monnaies se réduisirent en trente ans — de 1920-21, date de la dissolution de cette dernière, à nos jours, en 1950 par exemple — dans la mesure de 100 à 1 (et même moins). Supposons donc que dans trente ans, disons en 1985 par rapport à 1955, le pouvoir d'achat de la monnaie aura perdu de sa valeur dans la mesure de 100 à 1.

Ainsi, un capital de 100 F (F = unité monétaire), placé au taux de 5%, rapporte 5 F en 1955, les valeurs d'achat de ces sommes étant respectivement de 100 PA (PA = unité de pouvoir d'achat) et 5 PA. L'intérêt étant seul relié à la référence, et d'une façon idéalement intégrale pour la simplification de notre digression, sa valeur d'achat se maintiendra invariable au cours des temps. Or, en 1985, il se trouvera valoir 100 fois plus d'unités monétaires. A cette époque, le capital de 100 F rapportera 500 F (correspondant à des pouvoirs d'achat respectifs de 1 PA et 5 PA), soit en résumé un *taux indexé* de 500% ! Que nous sommes loin des notions et conditions traditionnelles régissant les prêts obligataires !

des surprises de ce genre, en contradiction flagrante avec les normes habituellement admises en matière d'emprunts par obligations, et que la routine avait pourtant consacrées au cours d'un siècle et demi de pratique.

Le dynamisme fondamental de la science économique a fini par reconnaître l'utilité de ces innovations. Mais quelle sera l'attitude du droit à leur égard, vu le caractère essentiellement conservateur de la science juridique ? Nous allons passer derechef à l'étude de ce problème, en examinant l'indexation des emprunts par obligations sous l'angle de sa légitimité, ainsi que de sa légalité.

CHAPITRE VIII

LA LÉGALITÉ DES OBLIGATIONS INDEXÉES

Nous avons eu l'occasion de nous rendre compte, à propos de la clause-or, que l'efficacité de la protection économique recherchée dépendait avant tout de l'attitude prise par le droit et les tribunaux ¹. Il en va de même pour les obligations indexées: leur validation est tributaire de l'opinion cardinale de la doctrine et de la jurisprudence. Indépendamment de la nature économique des références et de la valeur des modes d'indexer, il existe donc une qualité juridique variable: le degré de validité probable des clauses d'index. C'est la raison pour laquelle nous consacrons ce huitième chapitre à des considérations d'ordre moral, légal et juridique, dans leurs rapports avec la pratique économique qui nous intéresse.

§ 1. NOTION D'INDEX ET DROIT MONÉTAIRE

Le titre de ce premier paragraphe situe exactement le nœud du problème, en évoquant d'emblée l'opposition à laquelle les emprunts indexés vont se heurter. Car l'abandon du nominalisme monétaire absolu, ou l'atténuation de ses rigueurs dans les contrats, vont à l'encontre aussi bien des dispositions plus ou moins impératives du droit existant, que des conceptions juridiques traditionnelles, d'autant mieux établies qu'elles sont plus anciennes. Ces questions furent longuement débattues à l'époque des contestations portant sur la clause-or ². Mais, dans le cas des emprunts indexés, elles ne semblent pas avoir encore été traitées sur une large échelle, car il ne s'est guère posé de vrai problème devant les tribunaux, jusqu'à mainte-

¹ Cf. chapitre V, § 4 à 7.

² Cf. chapitre V, § 4 à 7.

Toutefois, en nous référant à l'évolution de la jurisprudence en matière de clause-or, rappelons d'abord l'appréciation générale résumée dans la phrase ci-après : « utiles et peu décriées en périodes de variations modérées, elles (les clauses-or) furent battues en brèche aux heures de grande tourmente, au moment précis où elles auraient enfin atteint leur maximum d'efficacité »¹. Or les obligations indexées n'ont pas encore subi l'épreuve du feu. Depuis leur apparition dans l'après-guerre, il ne s'est pas encore produit de grande tourmente, qui renverse les rapports, bouleverse les conceptions, exacerbe les passions et fait renier certains progrès. Malgré l'évidence des manifestations de leurs effets, les clauses d'index n'ont pas été prises à partie, individuellement. Mais qui nous assure qu'une opposition généralisée, en temps de crise ou de période troublée, ne les balayera pas comme le furent précédemment les références-or ? Ou ont-elles de meilleures chances de résister et de subsister ? Peuvent-elles, comme le roseau de la fable, plier sans rompre ?

Du point de vue des apparences matérielles, le statut des titres indexés se rapproche de celui des emprunts-or. Mais, du fait de l'importance des différences constatées entre les diverses catégories de références², il ne nous est plus possible de les réunir en une seule classe. Nous ne pouvons guère mieux appliquer par analogie, aux sortes nouvelles, ce qui était valable pour des catégories plus anciennes. Nous devons donc compter avec les particularités des variantes repérées, avec les nuances découvertes, et avec les subtilités rédactionnelles et impropriétés de termes, glissées parfois intentionnellement dans le libellé des clauses.

En un mot, l'opposition de principe entre les dispositions codifiées et la pratique indexée, est sujette à variations en raison primordiale de la diversité des clauses d'index. Mais ce n'est pas tout. Le contenu des articles législatifs instituant le nominalisme monétaire n'est pas uniforme non plus, ni identique dans tous les pays³. La complexité des relations à envisager n'en est que plus grande.

¹ Cf. chapitre V, § 6.

² Cf. chapitre VI, § 4, et chapitre VII, § 9, chiffre V.

³ Cf. chapitre V, §§ 4 et 5.

Avant de nous livrer à ce travail d'analyse, précisons un peu ce que sont les dispositions plus ou moins impératives du droit monétaire contemporain. Il est bien entendu qu'en ce faisant, nous ne reviendrons pas à la question du nominalisme en général, puisqu'elle a été traitée séparément dans la seconde partie de notre ouvrage ¹.

§ 2. LE FONDEMENT LÉGAL DU NOMINALISME MONÉTAIRE

Commençons l'examen des dispositions législatives instituant le principe du nominalisme monétaire, par des considérations se rapportant à notre petit pays.

En droit civil suisse, le problème de la légalité des emprunts indexés ne s'est pas encore posé, en fait, car ces contrats sont inconnus sur notre marché. Celui des obligations munies de clauses-or n'a du reste pas été résolu de façon directe, ni décisive ou définitive. Force nous est même de reconnaître que la lumière jetée par les textes légaux disponibles est insuffisante sur ce sujet précis ². En effet, s'il est admis que l'article 84 du Code des obligations ³ consacre le principe de la valeur nominale, il mérite d'être relevé que cette assertion ne résulte pas explicitement du libellé du dit article. Bien au contraire, elle ne ressort que par référence à un arrêt du Tribunal fédéral, datant du 26 mars 1931 ⁴. A la page 370 du *Recueil officiel*, nous lisons ce qui suit :

¹ Cf. chapitre IV, §§ 3 à 5, puis chapitre V, § 4.

² H. OPIKOFER, « Der Nennwert des Geldes im schweizerischen Schuldrecht ». Extrait de *Geld- und Kreditsystem der Schweiz*, pp. 89 à 104. Zurich, 1944.

³ « Le paiement d'une dette qui a pour objet une somme d'argent se fait en monnaie du pays. »

« Si le contrat indique une monnaie qui n'a pas cours légal dans le lieu du paiement, la dette peut être acquittée en monnaie du pays au cours du jour de l'échéance, à moins que l'exécution littérale du contrat n'ait été stipulée par les mots : *valeur effective* ou par quelque autre expression analogue. »

Ce dispositif se rapporte donc uniquement à la nature de la monnaie de paiement exigible, et non à la quantité ou somme à déboursier.

⁴ *Recueil officiel des arrêts du Tribunal fédéral suisse*, rendus en 1931, 57^e volume, deuxième partie (Droit civil), n^o VI, 55, pp. 368-374.

« ...

3. En matière de dettes d'argent, l'article 84 CO consacre le principe de la valeur nominale. D'après ce principe, celui qui a passé un contrat dans une certaine monnaie est censé avoir eu en vue les instruments de paiement qui ont cours légal dans le pays d'émission. Si cette monnaie n'a pas cours en Suisse, le débiteur peut s'acquitter en remettant au créancier une quantité d'argent suisse égale à la valeur des instruments de paiement étrangers (calculée au jour de l'échéance). Les fluctuations des changes constituent donc un des aléas du contrat. Toutefois, aussi longtemps que ces fluctuations ne dépassent pas certaines limites, on doit admettre que les parties ont tenu compte de cet aléa et qu'elles ont volontairement assumé, de part et d'autre, les risques de perte qui pouvaient en résulter. Mais lorsque — par l'effet d'une inflation désordonnée — le pouvoir d'achat d'une monnaie fiduciaire tombe pratiquement à zéro, on peut se demander si l'emploi de cette monnaie pour exécuter les obligations résultant de la convention n'est pas contraire à la réelle intention des parties, et s'il n'est pas incompatible avec les règles de la bonne foi. »

puis plus bas (p. 370-371):

« ... D'une façon générale, le Tribunal fédéral a jugé que la dépréciation monétaire totale plaçait les parties en face d'une situation qu'elles n'avaient pas prévue, lors de la conclusion du contrat; que celui-ci présentait donc une lacune; et qu'il y avait lieu de la combler, en tenant compte de la volonté probable des co-contractants, ce qui ne signifie pas toutefois que le principe de la valeur nominale dût être abandonné. »

Enfin, dans un arrêt du Tribunal fédéral, datant du 26 février 1932¹, l'instance suprême précise encore sa pensée:

« On doit relever d'emblée que le principe même d'une valorisation de certaines créances complètement dépréciées par l'effondrement des changes ne saurait être déclarée contraire à l'ordre public suisse, car le principe a été consacré dans plusieurs arrêts du Tribunal fédéral. »

Somme toute, et sous la réserve que les citations reproduites ci-dessus mettent chaque fois l'accent sur la dépréciation *totale* du pouvoir d'achat de la devise, le droit suisse ne proclame pas expres-

¹ *Recueil officiel des arrêts du Tribunal fédéral suisse*, rendus en 1932, 58^e volume, deuxième partie (Droit civil), n^o V, 21, pp. 124-126. (L'extrait ci-dessus est repris à la page 125.)

sément le principe exclusif du nominalisme monétaire ^{1 2}. OPPIKOFER s'exprime comme suit à ce sujet:

« III. Das geltende schweizerische Recht ist also für Geldschulden zur Anerkennung sowohl des Nennwert- wie des Realwertprinzips gelangt. Fraglich bleibt noch der sachliche Geltungsbereich, der einem jeden dieser Grundsätze zukommt. » ³

Le principe en cause découlerait plutôt spontanément de la confiance en la stabilité du franc suisse et en son maintien ⁴. Au surplus, il ne serait valable que pour autant que les variations de cours n'outrepassent pas certaines limites:

« Das Nennwertprinzip kann demnach als Rechtsatz nur bedeuten, dass der Nominalbetrag einer Geldschuld solange massgeblich ist, als dadurch den Vertragsgegnern nichts Uebermässiges, nichts gegen Treu und Glauben Verstossendes zugemutet wird. » ⁵

Face aux nuances et appréciations du droit helvétique, dont le caractère libéral s'épanouit au sein d'un milieu économique relativement serein, rendant inutile la proclamation d'impératifs monétaires précis, notons la position très nette adoptée par le droit français, ainsi que par le droit anglo-américain ou allemand. Ils tranchent la question de façon décisive et absolue, en faveur du nominalisme monétaire intégral ⁶.

Et, puisque nos regards se sont posés sur des pratiques usitées surtout en France, reproduisons ci-après l'article idoine n° 1895 du Code civil, qui dispose comme suit:

« L'obligation qui résulte d'un prêt en argent, n'est toujours que la somme numérique énoncée au contrat.

» S'il y a eu augmentation ou diminution d'espèces avant l'époque du paiement, le débiteur doit rendre la somme numérique prêtée, et ne

¹ *Recueil officiel des arrêts du Tribunal fédéral suisse*, année 1938, 64^e volume, deuxième partie, n° IV, 20, pp. 100-103.

² J. BRAUN, « Zur Problematik von Art. 84 OR », *Revue suisse de jurisprudence*, n° 39, pp. 17-20. Zurich, 1942-43.

³ H. OPPIKOFER, *op. cité*, p. 99.

⁴ H. OPPIKOFER, *op. cité*, pp. 91-92.

⁵ H. OPPIKOFER, *op. cité*, p. 103.

⁶ H. OPPIKOFER, *op. cité*, p. 91.

doit rendre que cette somme dans les espèces ayant cours au moment du paiement. »

On ne saurait être plus explicite ni catégorique !

Et si de telles règles sont déclarées d'ordre public, c'est-à-dire qu'elles priment toutes les autres et que leurs dispositions sont placées au-dessus de l'intention des parties, la légalité d'une indexation du capital et du revenu (en vue de maintenir leur pouvoir d'achat) pourra sembler bien problématique, et prêter fortement à caution.

§ 3. LA LÉGITIMITÉ DU RECOURS A L'INDEXATION DES EMPRUNTS

Au vu du fondement législatif sur lequel reposent les conceptions du nominalisme monétaire, hors de nos frontières, il semble que les clauses de référence, du fait de leur effet anti-inflationniste caractérisé, soient généralement condamnées d'avance par les dispositions en vigueur. Or, malgré ce préavis défavorable, elles réapparurent au cours des dix dernières années et continuent à être utilisées régulièrement, en France surtout, nous l'avons dit.

Il est donc vraisemblable que des éléments inédits, inconnus au temps de la clause-or, sont venus s'ajouter aux données du problème, pour en modifier l'énoncé et la solution. Nous avons décelé quatre sortes d'influences nouvelles, et les décrivons ci-après :

I. *Légitimation par l'évolution économique générale* (le besoin d'investissement). — Nous pensons ici à la nécessité impérative, pour l'économie, de disposer sans cesse de fonds nouveaux aux fins d'investissement. Si la fuite des prêteurs devant les possibilités de placement, à raison de leur inconvénient nominaliste, est la seule cause d'échec d'une politique nationale de développement économique, l'offre d'une garantie anti-inflationniste sera plus que justifiée : elle se révélera même d'*intérêt public*.

Mais survienne un retour de confiance de la part du public, une abondance soudaine de liquidités et l'assouvissement du besoin devant l'afflux des disponibilités, ou en raison de l'effet analogue

d'un recul de la conjoncture, l'argument économique de légitimation risque fort de disparaître complètement, et le nominalisme monétaire de reprendre tous ses droits. La justification économique entrevue est donc bien fragile.

II. *Légitimation de l'index par la coutume.* — La généralisation du recours aux conventions indexées, dans divers domaines de l'économie, donne une base coutumière à l'inclusion de clauses d'index dans les emprunts par obligations. L'argument comporte toutefois un point faible. En effet, le bénéfice d'index est habituellement « réclamé avec force par une masse organisée », tandis que, dans le cas qui nous occupe, il est offert spontanément et de façon sporadique, à la suite de l'attitude passive d'abstention temporaire adoptée par une masse relativement inerte.

III. *Légitimation sociale.* — Vu l'aide économique apportée par les obligations indexées aux classes moyennes et travailleuses, aux rentiers et aux petits épargnants, cette raison devrait suffire à elle seule pour légaliser la pratique des valeurs assorties de telles références. La protection contre l'amoindrissement des ressources réelles de ces classes sociales est un facteur de stabilité politique, et leur sécurité contre les affres de la misère légitime amplement la clause d'index. Mais une justification morale de l'utilité des clauses peut-elle suffire à elle seule ? De plus, cette mesure de solidarité humaine élémentaire se trouve opposée à celle qui invoque les mêmes arguments pour interdire la pensée que certains puissent se soustraire aux conséquences préjudiciables d'une calamité nationale telle que la dévaluation de la monnaie. Un moyen terme pourrait en tout cas être trouvé par la reconnaissance formelle du droit imprescriptible à un minimum de capital et de revenu indexés.

IV. *Légitimation technique.* — Les notions de participation et d'intéressement ont donné naissance à des indices de caractère nouveau, qui visiblement ne sont plus dressés en obstacle aux conséquences de la dévalorisation monétaire. En effet, au lieu de protéger l'obligataire *contre* la dépréciation du numéraire, attitude condamnée par le droit, ces pratiques le font *profiter*, dans une

mesure variable, des conséquences matérielles indirectes du changement d'aloi.

Dès lors, et bien que le but visé reste approximativement le même, la méthode utilisée pour sauvegarder les intérêts légitimes du prêteur n'est plus sujette à contestation. La disparition d'une opposition systématique des clauses d'index au principe du nominalisme élude simultanément la cause d'annulation pour ce motif. L'intervention de cette base technique révisée nous apparaît comme un progrès indestructible et inattaquable, du fait qu'elle n'enfreint plus aucune disposition juridique fondamentale.

Cet argument a plus de poids que tout autre, vu la nature même de son fondement.

§ 4. ESSAIS DE LÉGALISATION DES FORMULES D'INDEX

Au vu des considérations qui précèdent, généralement défavorables à la reconnaissance par la loi de la validité des contrats indexés, il est fort compréhensible que les emprunteurs, tant publics que privés, aient cherché des moyens pour assurer la régularité des opérations envisagées. Cette certitude pouvant seule décider du succès des formules offertes, il devint absolument indispensable de prouver son bien-fondé.

Ainsi vit-on les pouvoirs publics (en France évidemment) dans l'obligation *sine qua non* d'étayer juridiquement les combinaisons financières proposées aux souscripteurs. Ils le firent par l'énoncé et la confirmation de garanties formelles, par des déclarations catégoriques et des considérations prenant corps dans des textes législatifs appropriés, précis et répétés¹, instituant expressément le recours à des indices de référence. Nous ne citerons à l'appui de ces dires qu'un exemple :

« Décret n° 53-709 du 9 août 1953 relatif aux conditions d'émission d'emprunts des départements, des communes et des syndicats de communes².

¹ Lois spéciales, décrets, occasionnellement « exposé des motifs ».

² *J. O.*, n° 187, du 10 août 1953, p. 7053.

» Article premier. ...

... les emprunts émis pour le financement de travaux des services publics productifs de recettes de caractère industriel ou commercial ... pourront comporter un intérêt et un prix de remboursement variables en fonction d'un indice.

» ... »

Reproduisons encore, par manière de complément, les deux derniers alinéas de la seconde partie de l'*exposé des motifs* de ce même décret:

« D'autre part, il est équitable de permettre aux services publics locaux d'offrir à leurs prêteurs les mêmes avantages que les grands services publics nationaux, sous forme d'une indexation de l'intérêt et du remboursement. Cette clause a été jusqu'à présent interdite aux collectivités par le décret-loi du 13 novembre 1938. Dans l'intérêt même des finances locales, elle ne saurait être appliquée aux emprunts émis pour des travaux qui ne sont pas directement rentables. Mais dans le cadre des conditions-types qui seront définies par arrêté, elle peut, sans inconvénient, être autorisée en faveur des emprunts des services publics productifs de recettes de caractère commercial, tels que la distribution d'eau et d'électricité. Par analogie à ce qui a déjà été consenti à d'autres emprunteurs ¹, le ou les indices choisis représenteront le prix ou le coût des prestations des services intéressés, de façon à tenir, à travers les fluctuations de la conjoncture, la balance égale entre les consommateurs et les prêteurs. »

Dans le secteur privé, des efforts similaires convergent vers le même but: donner confiance en l'indexation, en son efficacité et surtout en sa validité. Tel est par exemple le cas de cette disposition trouvée dans le libellé des conditions de l'emprunt de la Société métallurgique de Normandie ², qui subordonne la raison de souscrire les obligations offertes, à la présence de la clause d'index: « ... chaque obligation recevra une prime d'intéressement dont l'existence est considérée comme constituant la cause déterminante de la souscription des présentes obligations;... ».

Pour affermir telle situation juridique nouvelle, les emprunteurs ne se sont pas bornés à ne publier que des textes habilement com-

¹ Emprunteurs locaux, désormais réunis en un Fonds unique de gestion des emprunts des collectivités locales.

² Cf. Annexe, spécimen n° XII.

posés au moyen d'arguments irrésistibles. Leurs efforts furent à la fois plus étendus et plus profonds, nous le verrons dès le paragraphe 6 ci-après.

En effet, face aux innovations proposées, des doutes sérieux naquirent dans l'esprit des souscripteurs, qui les poussèrent à la retenue.

§ 5. LA LÉGALITÉ DES RÉFÉRENCES INDEXÉES

En raison de la force avec laquelle on a édicté et confirmé formellement l'adjonction de clauses d'index aux obligations, le public souscripteur a pu se demander pourquoi de telles assertions étaient infiniment répétées, et pourquoi on insistait sur cette particularité avec autant d'ostentation. Remontant de cause en cause, il s'est questionné sur ce que le législateur, qui dispose du pouvoir souverain, pourrait bien décider si la tendance économique venait à se renverser ¹. Et qu'advviendrait-il si une très forte inflation donnait aux clauses de références une importance exagérée, les rendant onéreuses à l'excès, hors de toute proportion ? Enfin, sans même pousser à cette extrémité, quelle sera l'opinion des magistrats chargés de dire le droit ?

Bien que le poids du caractère officiel des actes des entreprises d'Etat et des régies publiques, s'ajoutant aux timides entorses de l'économie privée au principe du nominalisme, fasse supposer une légitimité indiscutable du procédé, touchant à sa légalité, l'opinion du droit ne laissait pas d'inquiéter. N'avait-il pas, pour des motifs divers, aboli toutes clauses de références dans l'entre-deux-guerres ?². Les critères précédemment invoqués sont-ils applicables aux clauses d'index ?

Or six raisons principales sont à retenir, qui toutes conduisent à faire douter de la légalité du procédé. Nous les détaillons ci-après :

¹ Nous parlerons plus loin, à propos des rapports entre Emprunts indexés et Economie politique, d'autres courants d'idées contraires aux pratiques d'indexation et d'intéressement.

² Cf. chapitre V, §§ 4 à 7.

- 1^o Les clauses sont généralement en désaccord avec le principe régalien qui réserve à l'Etat seul le droit de fixer la valeur de la monnaie et de par là celle des dettes d'argent. Elles impliquent, quant au fonds de l'emprunt, un changement de l'unité d'évaluation de la somme d'argent prêtée, et se substituent illégalement à la monnaie dans l'une de ses fonctions premières.
- 2^o Elles sont également en contradiction avec le principe fondamental du nominalisme monétaire, qui affirme l'inchangeabilité de la valeur libératoire nominale de la monnaie, au cours des temps, sans égard aux modifications de sa valeur réelle d'achat. Ainsi, elles font échec aux dispositions légales instituant le cours forcé ¹.
- 3^o Elles portent atteinte au principe de la répartition des effets de la dévalorisation entre tous les détenteurs de monnaie et titulaires de créances, solidairement, au prorata des montants de numéraire détenus et des sommes prêtées ².
- 4^o Elles sont immorales dans leur teneur unilatérale et spéculative, car elles mettent à profit, en jouant sur les valeurs différentes de la monnaie à diverses dates, ce que nous sommes convenus d'appeler une calamité nationale, qui se doit supporter par tous ³.
- 5^o Elles sont dangereuses, par l'accélération inflationniste qu'elles déterminent dans la formation des revenus, en période d'instabilité monétaire.
- 6^o Elles donnent enfin naissance à une psychose de baisse, d'incertitude et de dépression.

Nous avons décrit par ailleurs, au paragraphe 3 de ce chapitre, les arguments plaidant en faveur d'une validation des clauses, et nous abstenons de les opposer aux causes potentielles d'illégalité vraisemblable ci-dessus énumérées.

¹ Cf. PLANIOL et RIPPERT, *Traité pratique de Droit civil français*, tome VII, pp. 558-591, particulièrement chapitres 1159 et 1168-1170. Paris, 1954.

² Cf. chapitre IV, § 5.

³ Cf. chapitre IV, § 5.

Relevons toutefois que les critères mettant en doute la légalité du procédé ne sont que conditionnels. En effet, les défauts relevés n'ont pas le caractère de causes permanentes d'illégalité: les dispositions du droit monétaire et de l'éthique économique n'étant pas impératives en temps normal ¹, les parties ont donc toute latitude de déroger par contrat. Mais on peut redouter qu'une évolution défavorable de la situation économique et monétaire ne modifie cette façon de voir, et ne donne aux principes, objets de la dérogation, la valeur de dispositions d'ordre public (ordre public monétaire ou économique). Ces derniers passent alors au-dessus de l'intention des parties, ce qui détermine la faillite irrémédiable des clauses de référence.

Nous nous trouvons en somme devant la répétition de la conclusion tirée de l'examen des clauses-or ²: le principe du recours à l'usage d'indices de référence est d'autant plus solidement assis qu'une certaine stabilité de l'économie lui fait perdre momentanément une bonne partie de son utilité.

Deux cas d'intervention sont possibles:

- 1^o Celle du juge, appelé à se prononcer à la demande de l'une des parties. De par son rôle de défenseur des institutions et des lois, et tant que la doctrine et la jurisprudence resteront imbues de la vérité évidente des conceptions nominalistes de la valeur monétaire, il est fort à craindre que le juge n'opte systématiquement pour la reconnaissance d'un caractère d'ordre public aux dispositions objets de la dérogation, en appréciant d'un œil trop sévère le degré de gravité de la situation économique ou monétaire ³.
- 2^o Celle du législateur, qui n'interviendra qu'en cas de péril évident, décrétant toute mesure qui lui paraîtra judicieuse, abrogeant même, si nécessaire, les lois spéciales et autres décrets ayant institué le recours aux pratiques d'index.

¹ J. HAMEL, « Les clauses d'échelle mobile et le droit monétaire français », *Revue économique*, Paris, 1955, pp. 167-186, particulièrement page 174.

² Cf. chapitre V, § 6.

³ Cf. J. HAMEL, *Les clauses... op. cité*, pp. 174-177.

§ 6. LA PRATIQUE FACE A LA THÉORIE

Au vu des considérations qui précèdent, les titulaires d'obligations indexées n'ont plus apparemment qu'à espérer en le maintien de la conjoncture économique et monétaire, puisque toute évolution prononcée risque d'entraîner un réexamen du fondement juridique des clauses dites protectrices. Celles-ci ne seraient-elles donc qu'un leurre ? Et comment concilier tel espoir en un maintien de la valeur de la monnaie avec les tentatives de se protéger simultanément contre sa dépréciation ? N'est-il pas saugrenu d'accepter des garanties d'autant plus sûres qu'elles sont moins utiles, d'autant plus efficaces que moins nécessaires, moins décriées que moins apparentes !

La ténacité de l'esprit d'entreprise, la volonté de réussir qui anime les dirigeants — qu'il s'agisse de firmes privées ou de services publics, et que l'objectif visé soit la réalisation des buts sociaux ou, beaucoup plus modestement, la solution de quelque problème de finance — ne s'effondrent pas pour autant devant des obstacles tels que ceux décrits. Bien au contraire, la controverse anime l'esprit, fouette l'imagination, et leur fait engendrer des idées neuves et des projets nouveaux.

Et si par exemple la notion d'index risque de rebuter le prêteur, qui craint de voir dans la clause *ad hoc* une rédaction sujette à radiation ultérieure pour raison d'illégalité, le praticien n'aura de cesse qu'il n'ait substitué à telle garantie chancelante une protection différente, apparemment ou réellement renforcée, à ses dires *infaillible*. Dans cet ordre d'idées, nous avons signalé au premier paragraphe de ce chapitre que la présence de variantes différentes déterminait des conclusions nuancées. Il peut donc se trouver des sortes ou des formes de clauses dont les caractères ne sont pas suffisamment opposés aux dispositions parfois impératives du nominalisme monétaire, pour tomber sous le coup de leur veto annihilant ¹.

¹ Cf. chapitre VII, fin du § 9.

Animé d'un esprit dynamique, l'entrepreneur en mal de fonds s'efforcera, après étude des données du problème, de trouver une solution satisfaisant le prêteur. Pour écarter définitivement la menace latente de radiation, il optera pour un libellé inédit des formules contestées (§ 7 ci-après), ou adoptera une forme juridique différente si faire se peut (§ 8), ou changera la base technique des références (§§9 et ss.), ou cherchera toute autre adaptation adéquate permettant d'éluder les critères de révocation (§ 14). Nous allons examiner derechef la mesure dans laquelle ses efforts d'imagination ont porté des fruits.

§ 7. UN LIBELLÉ INÉDIT DES CLAUSES D'EMPRUNT

La première éventualité mentionnée ci-dessus donna évidemment naissance à une floraison d'équivalences, de synonymes et de dérivés, venus enrichir et diversifier la terminologie consacrée en matière d'emprunts par obligations. Dans le même ordre d'idées, et puisque la variation du montant de la dette en fonction d'un index est contraire aux principes régaliens du nominalisme monétaire, on adopte dès lors des conditions prévoyant une somme invariable. Puis, sous couvert d'appellations de fantaisie, on attribue séparément des compléments appropriés, pour réaliser l'adaptation souhaitée. Nous relevons déjà cette nomenclature hétéroclite dans le dernier paragraphe du chapitre précédent :

pour le principal — prix total, prix de rachat, prix de remboursement ;
 puis bonus en capital, majoration, bonification de capital ;
 et prime d'intéressement, ainsi que de nouvelles catégories de primes (de remboursement) dites variables, complémentaires, supplémentaires, etc. ;

pour le revenu — surintérêt, produit ;
 bonus, prime annuelle, tantième, participation ;
 puis majoration, part variable, bonification complémentaire ;
 et intérêt extraordinaire, dérivé, additionnel ou affublé encore des mêmes adjectifs que les primes ci-dessus.

Le fait d'user d'un vocabulaire transposé ou de tournures inusitées, voire insolites, n'est pas une certitude de protection renforcée. Ce n'est même qu'un médiocre trompe-l'œil, car le fondement demeure inchangé et continue à se heurter à l'esprit nominaliste du droit monétaire. En dernière analyse, le recours à de tels effets littéraires n'a pour but que de donner le change. A qui ? au bon public souscripteur en tout cas ! Car, en dépit des intentions les plus pures, il ne fait aucun doute que le juge, placé devant une contestation, ne se laissera pas abuser par des termes inadéquats ou volontairement fantaisistes. Il rectifiera sa conception de l'intention des parties, conformément au principe légal régissant l'*interprétation des contrats*.

Nous apparentons à un libellé inédit la mention de lots en nature dont font état certaines émissions. Précisons qu'il ne s'agit pas de prestations indexées, ni d'offres faites avec option. La valeur de ces accessoires occasionnels n'est pas définie non plus par référence au numéraire. Ces prestations en nature échappent donc aux critères d'annulation fondés sur le nominalisme. La veine mériterait d'être exploitée, mais l'intérêt de la formule risque d'être rapidement émoussé par le peu de diversité des prestations en nature que les emprunteurs sont en mesure d'offrir avec chance de succès.

§ 8. DES TITRES NOUVEAUX ?

En définissant les titres indexés ¹ et en examinant leurs caractéristiques générales communes ², nous avons précisé que dans chacun des cas, il s'est agi manifestement d'obligations, améliorées il est vrai. S'il est arrivé que l'on reconnaisse de nouvelles qualités au prêteur par obligations, désormais considéré sous certain angle de vue comme collaborateur financier indirect, nous ne croyons pas, dans l'esprit du droit actuel, qu'il se définisse autrement que par le terme de créancier obligataire.

¹ Cf. chapitre VI, § 4.

² Cf. chapitre VII, § 6.

Les caractères particuliers des titres indexés n'ayant pas encore été réunis en un concept juridique distinct, nous continuons donc à nous trouver en présence d'obligations. En un mot, l'effort louable de travestissement de l'emprunt indexé ne démontre que la pureté des intentions de l'emprunteur (ou son machiavélisme). Mais l'œil averti du juge ne discernera pas moins, sous tel habit de fantaisie, le squelette d'un emprunt amélioré; et le principe légal de l'interprétation des contrats d'être appliqué !

Néanmoins, le libellé d'un emprunt particulier frappe l'attention par le soin mis à éviter tout emploi d'expressions ressortissant à la nomenclature habituelle. Il s'agit des *parts de production* de l'Electricité de France¹. En reprenant le texte original complet², on pourra s'assurer mieux encore que dans l'extrait reproduit dans l'Annexe, qu'il n'est fait mention nulle part

d'obligations,
d'intérêt ou de taux,
de remboursement ni d'échéance.

A la place de ces éléments financiers majeurs, habituels en matière d'emprunt et communs à toutes les émissions obligataires, nous trouvons bien plutôt

des parts de production négociables,
des revenus des parts,
des rachats et des dates d'exigibilité.

Par contre, des concepts plus généraux dont l'usage ne se restreint pas aux seules obligations apparaissent tout de même dans le corps du texte; ainsi: titres, coupons, séries, tirage, porteur, émission, etc...

Cet ensemble de circonstances peut faire douter, à première vue, que les titulaires des parts soient uniquement des obligataires. L'absence de tout droit à la gestion et de toute participation aux responsabilités nous assure, d'un autre côté, que les porteurs ne sont pas des sociétaires. En somme, ce sont des *créanciers intéressés*,

¹ Cf. Annexe, spécimen n° IX.

² *J. O.*, n° 249, du 17 octobre 1952, page 9861.

dont le statut répond à une notion nouvelle. J. HAMEL¹ parle à ce propos de la *société économique* « qui viendrait absorber le contrat de prêt », et « dont la base consisterait essentiellement dans une mise en commun des ressources nécessaires à la vie de l'entreprise ». L'auteur précité ajoute : « Et la société reprendrait le rôle qu'elle a joué au Moyen Age, alors que la *commenda* s'était créée d'elle-même pour permettre aux commerçants de tourner la prohibition canonique du prêt à intérêt ; la société moderne de caractère économique s'affranchirait des règles du Code civil et, ayant absorbé le contrat de prêt, n'aurait plus à craindre les rigueurs de ses dispositions et notamment celles du fameux article 1895 ».

Il semble donc que certaines variantes de titres indexés s'écartent suffisamment du type d'obligation décrit par les codes, pour qu'un statut distinct puisse leur être reconnu. A ce propos, rappelons que dans l'ensemble des documents compulsés, le mot index ne se trouve pratiquement pas reproduit². Nous avons rencontré, par contre, une masse de termes techniques, spécieux ou spécifiques. Et, face à l'affirmation tant de l'idée de participation que du vocable intéressement, nous enregistrons un net effacement du concept même d'indexation. Au lieu de travestir une protection contre la dévalorisation monétaire, le « libellé insolite » peut tout simplement exprimer un genre de référence nouveau, qui n'ait pas de caractère anti-inflationniste manifeste. Ceci revient à dire que la base technique de la référence a changé.

§ 9. MODIFICATION DES FORMULES CONTESTÉES

Le changement de la base technique des formules sujettes à radiation tend à transformer la notion d'index en celle de participation, et l'*ajustement* du revenu en une *augmentation du revenu*. La différence entre ces termes n'est qu'une nuance, car tous deux sont appelés à croître. Mais l'un se modifie en fonction des mouvements de l'économie nationale et de la monnaie en général, tandis

¹ *Les clauses... op. cité*, pp. 183-185 en particulier.

² Cf. chapitre VII, § 6.

que l'autre varie en fonction de l'économie d'une entité très particulière et bien définie, privée ou publique.

Dans nos considérations terminologiques sur l'index et l'indexation, nous avons reconnu au mot index le sens large de référence chiffrée, de rapport à une quantité variable, quelle qu'en soit la nature ¹. Ce concept contient :

- 1^o les clauses monétaires, de valeur-or (pièces) et de garantie de change;
- 2^o les clauses commerciales, de prix-or (lingots), prix de matières, marchandises, services;
- 3^o les clauses économiques d'index externe (purs index) ou internes (index-prix, références aux chiffres d'affaires et résultats), de participation ou d'intéressement.

Le caractère anti-inflationniste des deux premières catégories est évident; dans la troisième, il en est de même des index externes (coût de la vie, par exemple) ou de l'index interne *prix*.

Les index *chiffre d'affaire* ne sont pas aussi fortement marqués par la valeur de la monnaie, du fait de l'intervention des quantités. A bien plus forte raison, les index *résultats* s'en écartent d'autant plus. Mais le fait qu'il s'agisse d'index reste un argument de révocation, puisque l'on tend au *rajustement* de la valeur.

Par contre, tel ne sera pas le cas des index rapportés aux quantités ou aux qualités. On ne saurait leur faire reproche d'illégalité s'ils ne visent qu'à augmenter le rendement des obligations *indépendamment* de tout changement du pouvoir d'achat du numéraire. Cette variante nouvelle d'index techniques, prenant appui sur la production ou sur la productivité pour déterminer le montant de la plus-value, se définit par le concept *intéressement*, dans le sens précis d'intéressement technique.

Or ce dernier s'identifie souvent, dans un sens plus général, avec la notion de participation des obligataires au profit d'entreprise ² ou à une autre partie définie du bénéfice. Vu l'importance du rôle

¹ Cf. chapitre VII, § 1.

² Cf. chapitre VI, § 2.

de l'intéressement à base technique dans les spécimens d'emprunts examinés, et la place qu'il occupe au sein des références indexées, vu enfin la sécurité qu'il offre par opposition aux autres références, nous nous devons d'en approfondir l'étude.

§ 10. ORIGINE DE L'INTÉRESSEMENT

L'apparement étroit de l'intéressement technique à la notion plus générale de participation, nous porte à étendre les considérations qui vont suivre à l'intéressement pris dans son sens général. Notre propos n'étant pas d'en faire l'historique en remontant jusqu'à la première obligation munie d'une clause de participation dans les résultats, nous ne nous attacherons qu'à la période d'après-guerre, la seule qui nous intéresse pour l'instant.

I. L'ordre chronologique des extraits reproduits dans l'Annexe montre clairement que la première apparition du recours à un *intéressement* (cf. spécimen n° I) est en étroite relation avec l'avènement raisonné d'un régime de nationalisation qui se veut équitable.

En dépossédant de leurs droits sociaux les actionnaires ou autres propriétaires d'entreprises exploitant un secteur d'importance vitale pour la nation, on n'entendit pas entrer pour autant dans la voie des spoliations. En bonne équité, on remboursa donc aux anciens possesseurs la contre-valeur — approximative — de leur avoir précédé. L'Etat ne put cependant admettre des estimations qui tenaient compte, pour le promoteur ou l'entrepreneur, du fruit futur (et espéré) de leurs efforts et soins antérieurs. Pour ne léser personne, il prévint dans cet esprit une indemnisation solidaire des anciens titulaires, en fonction de l'évolution des affaires et au prorata du volume global des récoltes.

Simultanément, et vu l'impossibilité de rembourser au comptant ou à court terme des sommes colossales, dont la présence soudaine sur le marché des capitaux eût posé des problèmes aigus — à supposer que celui de leur rassemblement ait été résolu — l'Etat dut se résoudre à payer provisoirement en titres¹. Il offrit ainsi, ou

¹ Cf. chapitre premier, § 6.

plutôt fit remettre par les services nationaux créés à cet effet, en contre-partie des sommes reconnues, des obligations¹ assorties d'une particularité symptomatique conforme à l'idée d'indemnisation ci-dessus : il est prévu un intérêt complémentaire, et ultérieurement une prime de remboursement, dépendant tous deux de l'évolution du chiffre d'affaires dans son ensemble.

Un détail montre que l'Etat songea d'abord — en 1946 — à n'indemniser les anciens propriétaires dépossédés que par adaptation des montants versés sous forme d'intérêt². Ne venons-nous pas de parler en effet du « fruit futur et espéré », donc de revenu et non de capital ? Cette décision se justifiait de plus, pour les titres visés par ces dispositions³, par des considérations d'ordre monétaire, eu égard à la très longue durée de remboursement prévue (50 ans au maximum). Si nous nous référons aux conclusions formulées plus haut à propos des « éléments indexés », et se rapportant à l'éventualité d'une indexation alternative du capital *ou* de l'intérêt (toutes proportions restant égales)⁴, nous constatons que les mesures primitivement envisagées étaient en tout cas favorables aux obligations remboursables dans les 29^{me} à 50^{me} années : les termes les plus longs se trouvaient les mieux protégés.

Il fut ensuite décrété, en 1948, d'étendre la même faveur aux montants de capital appelés au remboursement, tout en laissant inchangé le total des sommes à répartir sous forme de suppléments. En un mot, seule la clé de répartition fut modifiée. Les dispositions finalement adoptées sont ainsi conformes à ce que nous jugeons préférable — d'indexer fonds *et* revenus — ; elles cessent d'avantager surtout les échéances situées entre les 29^{me} et 50^{me} années, et servent au capital une plus-value vraisemblablement proportionnée à la durée effective de l'investissement. La justification théorique de cette variante ne s'écarte pas beaucoup de ce qui vient d'être énoncé à l'endroit du fruit des efforts et soins antérieurs : il est en effet avéré que les actions rapportent à leurs détenteurs, outre les dividendes, des plus-values en capital. La nouvelle conception ayant prévalu ne fait en somme que tenir également compte de ce second élément, lors du partage du bonus indemnitaire. Que le remboursement ait lieu tôt ou tard, les suppléments versés aux porteurs à titre de participation s'équilibrent mieux, en évitant un avantage systématique (et anti-nominaliste !) en faveur des termes les plus longs. Leur

¹ A rendement fort modeste, il est vrai : 3 %.

² Cf. Annexe, spécimen n° I, note 4.

³ Savoir : les obligations indemnitaires prévues par les lois de nationalisation du gaz, de l'électricité et du charbon. Cf. Annexe, spécimens n°s I et III.

⁴ Cf. chapitre VII, § 11.

répartition se trouve tout simplement calquée sur celles des avantages financiers considérés précédemment comme l'apanage des actions seulement (à une variante près: les *recettes* des services nationaux ont remplacé la base de calcul traditionnelle dénommée *profit d'entreprise*).

Voilà pour la première étape de l'intéressement, entièrement tournée vers le passé. Elle s'efforça, pour ainsi dire, d'établir une balance équitable pour solde des anciens comptes.

II. Une fois les entreprises étatisées conformément aux lois de nationalisation, et après avoir assuré le maintien de leur fonctionnement, les services nationaux songèrent à poursuivre l'œuvre des pionniers, et les efforts de leurs successeurs. Dans cet esprit, on voulut prouver que l'Etat pouvait faire mieux que quiconque, en développant les investissements productifs à une cadence plus rapide que l'économie privée n'aurait pu le faire.

Or des capitaux frais furent évidemment indispensables pour mener à bien cette étape suivante de « Modernisation et Equipement » (plan Monnet). Devant la retenue des prêteurs éventuels ¹, on estima judicieux, pour réunir tout de même les fonds nécessaires par emprunts sur le marché national, d'offrir sporadiquement au public souscripteur, en 1952, des avantages financiers similaires à ceux concédés auparavant aux anciens actionnaires dépossédés.

III. La réapparition de divers facteurs dépressifs, parmi lesquels les vicissitudes monétaires occupent une place de choix, assombrît à nouveau une situation déjà délicate. Elle accentua le besoin d'avantages supplémentaires et d'appâts nouveaux, pour aviver l'attrait des placements obligataires et stimuler l'offre de capitaux. Tant et si bien que d'une simple mesure de reconnaissance ou d'équité en faveur des anciens fondateurs (devenus créanciers prêteurs), on en vint à songer, dans le même ordre d'idées, aux possibilités de faire bénéficier les nouveaux souscripteurs d'une participation aux résultats économiques ou techniques atteints grâce à leur aide. Par voie de conséquence, on put leur garantir soit un rendement supérieur de leurs placements, soit, argument auquel ils

¹ Cf. chapitre VI, § 8.

devaient certainement être plus sensibles, une meilleure conservation du pouvoir d'achat des sommes confiées et de leurs revenus.

IV. Une évolution se dessina enfin dans le sens d'une rapide extension du nombre et du genre d'entités recourant à de telles pratiques. Après les entreprises publiques et l'économie mixte, le secteur privé emboîta le pas. Il le fit dans son ensemble, et non seulement par ses parties hypertrophiées, telles que les grands groupements sidérurgiques, par exemple. Toutes les branches se mirent sur les rangs, et l'on peut dénombrer quantités de sociétés, dont l'activité restreinte (régionale, ou locale) n'a pratiquement pas de signification sur le plan national, qui émirent des emprunts indexés dont la référence consistait en une participation. Sans eux, elles n'eussent jamais été en mesure de récolter au moment voulu les moyens financiers dont elles avaient besoin.

§ 11. LÉGITIMATION DE L'INTÉRESSEMENT

En considérant le court historique ci-dessus à la lumière des tendances d'après-guerre, visant à la « démocratisation — ou socialisation — de l'économie » ¹, reconnaissons que l'intéressement, dans les prêts à des collectivités ou entités de droit public se révèle en tout cas fort légitime pour plusieurs raisons.

A. En premier lieu, il fut à juste titre, une indemnisation raisonnable des anciens actionnaires dépossédés. Nous ne reviendrons pas sur ce caractère examiné au paragraphe précédent.

B. Ensuite, et puisque les entreprises en cause ne sont plus la propriété de particuliers ou de personnes morales de droit privé mais celle de la collectivité, le citoyen devient implicitement un associé. En qualité de contribuable, il l'est même à bien plus forte raison, mais indirectement encore. Le but poursuivi n'étant pas le profit, mais le service public aussi complet que possible, l'usager est de ce fait le véritable intéressé direct à une bonne gestion.

¹ Cf. chapitre premier, § 4.

Et si de surcroît il apporte de son propre gré une aide financière indispensable à la réalisation des programmes budgétés, quoi de plus naturel dès lors, vu les qualités du bailleur de fonds, successivement citoyen, contribuable, usager et prêteur, que de le faire participer, dans la mesure de sa collaboration, aux résultats atteints, commerciaux, industriels ou techniques.

C. Dans le cadre des mouvements socialistes, collectivistes et coopératistes évoqués, il est parfaitement logique d'inscrire maintenant le désir de faire participer tous les apports, et spécialement ceux immobilisés dans l'entreprise pendant longtemps, aux fruits que les capitaux propres n'eussent pu obtenir seuls, quels que soient l'habileté, l'ingéniosité, la ténacité et le dynamisme des promoteurs. L'intéressement est la solution de choix pour atteindre cet idéal.

D. Sous l'angle des risques encore, si les obligataires sont et restent indiscutablement des créanciers, souvent privilégiés, il n'en demeure pas moins qu'ils peuvent être accidentellement victimes de pertes de substance ¹. Sans vouloir penser à la faillite ou à la banqueroute, relevons que le cours des obligations, qui ne devrait pas abandonner le pair, vu la présence d'une sécurité maximum, s'infléchit parfois au-dessous de cette cote (malgré un taux de revenu intéressant) à la suite d'une simple rumeur ou d'un bruit défavorable concernant l'avenir économique de l'emprunteur. Or qui dit risque dit aussi couverture équitable et contrepartie adéquate, par le moyen d'une prime ou de toute autre compensation appropriée, en sus de la rémunération usuelle du prêt d'argent.

E. Enfin, l'intervention de *masses organisées* dans l'économie moderne, tend à instaurer dans de nombreux secteurs l'adaptation automatique des éléments monétaires des contrats aux vicissitudes de la spirale des prix et salaires — ce multiplicateur sans cesse grandissant —. Or les obligations ordinaires n'en continuent pas moins, à l'encontre des actions, à ne présenter aucune garantie contre les dommages résultant de la dépréciation du numéraire. Le dit intéressement réalise donc en partie ce que d'aucuns sou-

¹ Cf. chapitre VI, § 5: « La double origine des obligations garanties ».

haitaient ardemment: la participation aux résultats protège enfin le prêteur, dans une mesure très variable, non pas contre le risque de dévaluation monétaire, mais contre celui de rester seul en arrière dans une économie en progrès (ou simplement en mouvement).

En s'inscrivant nettement dans le cadre de tendances toutes récentes, la participation en général, et tout particulièrement l'*intéressement*, apportent indiscutablement la solution de problèmes nouveaux, et la satisfaction de besoins très accusés. Nous en concluons que le recours à ses bienfaits indéniables légitime pleinement son emploi.

Cette affirmation ne suffit toutefois pas pour reconnaître *ipso facto* la légalité de la formule. Mais ses chances s'affermissent, et nous allons voir, en faisant le point dans le paragraphe suivant, qu'elle n'est plus en opposition avec l'esprit nominaliste du droit monétaire. Elle se trouve de ce fait hors d'atteinte des causes potentielles d'illégalité vraisemblable.

§ 12. INDEXATION, PARTICIPATION ET INTÉRESSEMENT

Au cours de l'affinement incessant des critères spécifiques permettant d'apprécier la légalité des formules de protection, nous avons successivement posé une série d'antagonismes. Nous les reprenons ci-après en une énumération exhaustive, pour montrer à quoi se ramène la part du concept de protection reconnue par le droit, compte tenu des restrictions juridiques apparues progressivement.

L'éthique économique, invoquant la solidarité humaine et nationale la plus élémentaire, avait opposé:

pratique amoral	et	pratique légitime
mesures de protection générale combattant la dévalorisation de la monnaie	et	mesures de protection générale sans but anti-inflationniste caractérisé
dispositions entachées de causes de nullité	et	dispositions justifiant leur validation ¹

¹ Cf. chapitre IV, §§ 4 à 7.

Appliquées au rattachement des créances à l'or ou à d'autres monnaies métalliques ou fiduciaires, ces conceptions séparèrent parallèlement, en raison du dispositif instituant le régime de cours forcé :

clause monnaie-or	et	clause valeur-or
clauses monnaies métalliques	et	clauses de référence aux lingots
option de change	et	garantie de change ¹

Les premières (celles de gauche) furent exclues pour cause d'illégalité. Les secondes demeurèrent provisoirement maintenues, sous certaines réserves. La prohibition du commerce de l'or, la disparition du métal sur le marché, et la réglementation des changes, toutes trois dérivées de la proclamation du cours forcé, enlevèrent toute valeur aux clauses que la législation n'avait pas abrogées dans l'intervalle ². Séparons donc :

toutes les clauses-or et métaux monétaires ou change	des	clauses commerciales (matières, marchandises ou services), clauses économiques ou clauses d'échelle mobile
---	-----	---

ou de façon plus générale :

clauses monétaires ou métalliques	et	clauses commerciales, économiques, ou clauses d'index
-----------------------------------	----	---

Le droit monétaire et l'éthique économique, après avoir décrété la nullité des premières (celles de gauche) ³, valida en principe les secondes ⁴. Mais la jurisprudence décela dans ces dernières des dispositions contraires au principe du nominalisme, dans la mesure où elles tendent à parer *uniquement* à la dépréciation du franc ⁵. Il en résulte la distinction suivante :

clauses économiques libellées à seule fin d'échapper aux conséquences du nominalisme intégral	et	clauses économiques ne spéculant pas ouvertement sur le numéraire, mais offrant une compensation, à la mesure de l'inflation
---	----	--

¹ Cf. chapitre V, §§ 3 à 6, puis §§ 8 à 10.

² Cf. PLANIOL et RIPPET, *op. cit.*, chapitre 1168 à 1170.

³ Do., *idem*.

⁴ Do., chapitre 1179.

⁵ Do., chapitre 1180.

Les premières sont entachées d'une cause d'illégalité potentielle, qui se manifeste dans le cas précis où elles entrent effectivement en vigueur; écartons-les donc. Les secondes feront encore l'objet d'un examen subsidiaire qui différencie, parmi les clauses d'échelle mobile non spéculatives:

les références externes des références internes ¹.

Seules les dernières seront assurées d'une validité vraisemblable, car elles écartent manifestement toute intention illicite de faire échec aux lois monétaires. Continuant dans cette voie, nous pouvons encore séparer:

les clauses de référence des clauses de participation.

Les unes font appel à la notion d'index, de fonction probable d'un élément plus ou moins monétaire, et sont par là sujettes à révocation éventuelle. Quant aux autres, nous les admettons en bloc jusqu'à nouvel avis, bien que la participation soit aussi entachée du vice monétaire, puisque les chiffres d'affaire et les résultats d'exercice sont manifestement tributaires des prix, de plus en plus indirectement, il est vrai. En effet, nous sommes suffisamment éloignés du concept nominaliste pour espérer jouir d'une marge de sécurité ou plutôt de validité satisfaisante. Le rôle joué par le facteur anti-inflationniste *prix* est à tel point insignifiant, dans la participation, que l'opposition au principe du nominalisme intégral semble pouvoir être valablement contestée.

Avant de poursuivre notre analyse, notons que la participation mérite une mention toute spéciale. Elle comporte une échappatoire probable, encore imprécise dans l'état actuel de la jurisprudence, mais du plus haut intérêt, qui pourrait la soustraire aux critères d'annulation du nominalisme monétaire. Nous citons HAMEL (*Les clauses...*, *op. cité*, p. 184): « Lorsqu'une entreprise entend rémunérer ceux qui lui avancent des capitaux en leur consentant une certaine fraction de ses bénéfices, le contrat de société est évident. Il apparaît également, quoique sous une forme moins directe,

¹ Cf. PLANIOL et RIPPET, *op. cité*, chapitre 1179, 1183 et 1185.

lorsque l'entreprise prévoit, au profit des apporteurs de capitaux, une majoration de l'intérêt, majoration variable suivant un index correspondant à la valeur des produits ou des services qui constituent l'objet essentiel de l'activité de l'entreprise; c'est encore une association que de rémunérer l'apport des capitaux d'après l'élément de base qui doit en principe faire varier les bénéfices de l'entreprise. »

La citation se rapporte à la légalité des clauses « que les sociétés d'aujourd'hui insèrent dans les opérations par lesquelles elles se procurent les ressources financières nécessaires à leur activité commerciale ou industrielle ». Cet intéressant élément de doctrine marque la sujétion de la *société économique*, évoquée plus haut au paragraphe 8, envers le maintien des conditions particulières de la *conjoncture d'aujourd'hui*.

Pour en revenir à la légalité de la participation, selon le droit en vigueur, constatons que les critères les plus sévères de la théorie nominaliste lui reprochent de s'opposer dans certains cas aux effets de la dépréciation du franc. Ceci élimine la participation directe aux résultats et chiffres d'affaires, mais laisse subsister les formes de l'intéressement. Ce dernier, qui prévoit des surplus en fonction d'une référence interne, est annulable si la base de calcul est financière ou économique. Mais l'intéressement sera inattaquable s'il prend appui sur une référence interne et technique. Or cet *intéressement technique*, qui seul offre une protection vraiment sûre, demeure sans rapport avec la monnaie et avec sa valeur d'achat. Peut-on même parler encore de protection ? et non pas simplement d'appât économique supplémentaire ?

Cette démonstration est en quelque sorte la preuve par l'absurde qu'il n'existe pas, en l'état actuel du droit français, d'emprunt offrant en toute certitude de légalité une protection contre la dépréciation monétaire, si ce n'est ceux dont la référence est complètement étrangère à la monnaie. Toutes les autres formes sont entachées d'un vice de fond qui les fait s'opposer au nominalisme monétaire *lorsqu'il est d'ordre public*. Or l'appréciation du juge ou la décision du législateur disposent librement en cette matière !

Malgré ces constatations peu réconfortantes, nous ne touchons pas encore au but, car nous ne nous sommes occupés que du fonde-

ment des clauses. Or, sous l'angle de leur application, l'analyse juridique a découvert de nouvelles causes d'annulations. Nous pensons en particulier à l'opposition entre

indexation unilatérale et indexation réciproque ¹,

et à la remarque faite que les indexations rencontrées sont toutes du premier type cité, soit donc unilatérales ². Ne nous trouvons-nous pas en face d'un nouveau critère d'élimination ? Nous allons mettre immédiatement ce point au clair.

§ 13. RÉFÉRENCES UNILATÉRALES ET LÉGALITÉ

En constatant que tous les indices ne pouvaient d'abord jouer qu'à la hausse ³, et après avoir affirmé que le pouvoir d'achat de la monnaie ne pouvait *que* se déprécier avec le temps ⁴, nous pourrions raisonnablement conclure qu'ils ont tous un caractère avéré de lutte contre la dévalorisation monétaire. Il n'y a qu'un pas à faire pour transformer cette unilatéralité apparente en critère d'illégalité. Mais cette déduction hâtive serait aussi partielle qu'elle est abusive.

A ce propos, diverses particularités sont à mettre en lumière, qui toutes s'opposent à une vue aussi simpliste de la réalité. Les unes ne se rapportent qu'aux pratiques d'intéressement (I) ou de participation (II), tandis que les autres concernent un cercle beaucoup plus étendu de spécimens. Voyons plutôt :

I. L'intéressement technique fait dépendre les variations de la référence de celles de la production ou de la productivité sur laquelle il est fondé. Si la référence progresse continuellement, on

¹ Cf. PLANIOL et RIPPERT, *op. cité*, ch. 1180 : « ... Si, au contraire, la clause établit un chiffre minimum invariable du montant de la dette et réserve seulement la possibilité de son élévation, la clause est nulle... parce que sa rédaction trahit une volonté illicite des contractants ; ils n'ont eu réellement en vue que la dévaluation du franc... » ; puis chapitre 1183.

² Cf. J. HAMEL, « *Les clauses...* », *op. cité*, page 173.

³ Cf. chapitre VII, § 6 et accessoirement 8.

⁴ Cf. §§ 6 et 8 du chapitre précédent.

⁴ Cf. chapitre IV, § 1, en particulier.

ne peut équitablement pas conclure à un effet unilatéral prouvant l'intention de lutter contre la dépréciation monétaire. Nous sommes bien plutôt en présence d'une coïncidence, point toute fortuite du reste (cf. chiffre III ci-dessous) entre développement économique et inflation. Or leur concomitance ne donne aucun droit d'affirmer que l'un dépend nécessairement de l'autre. Ils peuvent tout aussi bien être des conséquences simultanées d'un ensemble de causes communes. L'économie politique nous a précisé à ce propos que s'il y a inter-action évidente, il est par contre erroné de vouloir établir une liaison fixe et à sens unique, de caractère permanent et invariable.

II. Quant à la participation (y compris l'intéressement à base financière ou économique), son indépendance vis-à-vis des facteurs monétaires ne peut pas être invoquée avec autant de force que ci-dessus, puisque sa constitution inclut des prix. Mais cet élément sujet à caution (puisque'il introduit une compensation des effets inflationnistes de la dévalorisation) n'intervient que par contrecoup. Sans disparaître complètement dans la masse des facteurs économiques en présence, son influence est fortement atténuée par les séries de prélèvements et d'attributions qui s'intercalent entre le chiffre d'affaire et la substance à répartir (résultat brut ou bénéfice net). De plus, les effets d'une éventuelle politique de stabilisation des résultats, avec ajustement et adaptation à la physionomie de l'année ou aux perspectives d'avenir, minimisent encore l'importance du facteur prix. La référence est à tel point dénaturée que le nominalisme perd toute prise sur elle. La participation est bien plutôt fonction de la production et du développement de la conjoncture générale que de l'évolution des prix en particulier. Sa tendance unilatérale à la hausse ne saurait donc pas être interprétée dans le sens d'une preuve de l'antinominalisme de la formule.

III. Il serait tout à fait abusif d'insinuer, en raison de la coïncidence fortuite évoquée ci-dessus, une relation de cause à effet entre inflation et croissance de l'indice. Nous nous expliquons: il est très généralement reconnu qu'une légère touche inflationniste fournit à l'économie un stimulant euphorique. Cette tendance est

l'une des causes du progrès économique, de l'augmentation de la production et des résultats, pour ce qui nous intéresse, et du développement de la référence par voie de conséquence. Mais le fait de lui attribuer tout le mérite de l'accroissement constaté procède d'un raisonnement sophistiqué, car ces considérations de haute politique économique représentent peu de chose en comparaison des efforts productifs déployés par l'entreprise, et des investissements effectués en vue de son extension et de celle de son volume d'affaires.

IV. Le qualificatif *unilatéral* mérite lui aussi quelques lignes de commentaire. Sa signification, dans le cas des indexations, n'est pas du tout absolue, mais bien au contraire relative : une fois franchi le seuil inférieur au-delà duquel la référence entre en action, l'indexation supposée est partout réciproque. En effet, si les composants de l'index venaient accidentellement à diminuer, le niveau de l'indice se réduirait corrélativement. La réciprocité existe donc, sous certaines conditions, et le caractère apparemment unilatéral de la référence ne résulte en somme que de l'absence matérielle de baisses. La nullité de la clause ne saurait en résulter.

V. Toutefois, dira-t-on, la réciprocité est pourtant limitée par le bas, car les diminutions éventuelles de l'indice perdent tout effet en deçà des valeurs nominales fixées par contrat ; au-dessous de ces limites, la référence devient caractéristiquement unilatérale. C'est ce que nous évoquions du reste plus haut, à propos des risques — très mesurés — d'appréciation de la devise et de dépréciation technique ¹.

Mais ces raisons théoriques sont contrecarrées par le détail du libellé des clauses. En effet, la majeure partie des spécimens rencontrés fait état d'un taux maximum de la référence, au-delà duquel tout accroissement ultérieur demeure sans suite. Cette limitation par le haut fait pendant à la limitation par le bas (consécutive, nous l'avons dit, à la définition nominale des montants de capital ou de revenu). Elle rétablit ainsi, à nos yeux, l'équilibre des prestations de chacun.

¹ Cf. chapitre VII, § 7, lettres A et B.

Dans ces cas précis (et nombreux) la référence est entièrement réciproque dans l'intervalle fixé par ces deux limites, devenant inchangeable au-delà ou inexistante en deçà. En conclusion, le caractère prétendu unilatéral des références n'est très souvent qu'une apparence trompeuse, et ne saurait motiver équitablement une annulation de la clause pour cette seule raison.

VI. Ces conclusions pratiques sont corroborées par les vues théoriques ci-après, qui sont en quelque sorte une forme de preuve par l'absurde.

En frappant d'anathème les références apparemment unilatérales, on prône *a contrario* celles de nature réciproque. Or, si les conditions du prêt obligataire prévoyaient une indexation véritablement réciproque, la créance des prêteurs pourrait se réduire audessous de sa valeur nominale, en raison d'une baisse des prix, ou d'une diminution quantitative de la production, ou à la suite de pertes sociales.

Peut-on, dans ce cas précis (et sans vouloir invoquer les dispositions du nominalisme monétaire, en faveur du créancier cette fois), admettre une telle situation ? Non, car un prêteur qui accepte contractuellement le risque de supporter une perte en capital pour bénéficier en contrepartie d'une plus-value éventuelle, si les résultats ont été fructueux, n'est pas un obligataire. Nous sommes bien plutôt en présence d'un *sociétaire tacite* (dont le statut correspondrait à celui de commanditaire, économiquement parlant), sociétaire que l'on a abusivement déguisé en obligataire.

En somme, il n'est pas d'indexation réciproque possible audessous de la limite nominale, sans que la créance sorte du domaine des prêts obligataires tel que le droit le délimite, pour tomber dans celui des titres de participation. On ne saurait justifier une révocation des clauses pour ce motif, qui équivaut à l'absence d'une circonstance matérielle impossible.

Notons, avant de clore, que si l'indexation n'est jamais complètement réciproque (et ne peut pas l'être en aucun cas) elle n'est pour ainsi dire jamais entièrement unilatérale ni intégrale non plus. L'intervention de coefficients réducteurs placés entre l'indice et les

effets convenus, l'application de la référence à une partie seulement des éléments financiers (capital seul, ou revenu seul, ou part de l'un et/ou de l'autre), puis la ressource de la dénonciation anticipée, ainsi que les innombrables autres limitations rencontrées ¹, sont autant d'arguments prouvant qu'aucune protection n'est véritablement intégrale.

§ 14. INTÉRESSEMENT PRÉTENDU ET INDEXATION DE FAIT

Dans le dernier alinéa du paragraphe 6 ci-dessus, nous nous sommes proposé d'examiner les solutions élaborées pour pallier l'illégalité éventuelle des clauses. Après la transposition du vocabulaire (§ 7), puis un essai de modifier la nature juridique du contrat (§ 8), nous avons parlé du changement de la base technique des formules (§ 9). Ce dernier moyen dégagea l'intéressement en général (§§ 10 et 11), la participation économique ou financière (§ 12), et surtout l'intéressement technique.

Mais, en modifiant certaines formules, les intentions n'ont pas toujours été réalisées exactement, et un vice de conception a pu faire inscrire un index là où l'on annonçait un intéressement. D'un autre côté, à l'instar des innovations en matière de terminologie, qui tendaient à masquer en partie la liaison du fonds et du revenu avec une référence, on peut avoir subrepticement baptisé d'intéressement un index avéré, pour le faire passer, dans une intention sincère (ou machiavélique).

A la limite de ces deux cas, nous plaçons précisément les rédactions incertaines — sous réserve bien entendu que nous les ayons parfaitement comprises, et sans vouloir par là nous permettre de suspecter leurs auteurs d'avoir intentionnellement recherché l'équivoque —. Nous nous abstenons évidemment de citer des exemples et laissons au lecteur le soin de retrouver, parmi les spécimens reproduits dans l'Annexe, les quelques textes auxquels se réfère cette allusion.

¹ Cf. chapitre VII, § 5.

La difficulté d'exprimer clairement un ensemble complexe de facteurs économiques concrets, inhérents à l'activité de l'emprunteur, explique pourquoi la terminologie adoptée présente parfois, sous l'apparence dialectique d'un intéressement, des avantages que notre analyse rattache indiscutablement aux formules plus ou moins mixtes. Ces nuances peuvent sembler spécieuses, mais elles prennent une importance significative aux yeux d'un juge.

En dernière extrémité, il est enfin théoriquement concevable de jouer sur les distinctions établies, et d'assurer à un bon indice, de caractère manifestement *monétaire*, une légalité probable plus grande, en lui donnant une apparence *économique*, par assimilation à un intéressement. Ceci serait tout à l'avantage des souscripteurs, s'il ne subsistait le risque qu'une divergence de vues, incidente ou intentionnelle, et portée devant les tribunaux, ne donne lieu à un jugement de fond, et ne provoque l'annulation du dit indice (dont le caractère « non monétaire » n'était qu'une apparence).

§ 15. CONCLUSIONS PRATIQUES SUR LA LÉGALITÉ DES OBLIGATIONS INDEXÉES

En l'absence de prescriptions législatives appropriées, la jurisprudence cherche sa voie dans le dédale des dispositions parfois contradictoires du droit existant. Non sans certain utilitarisme, elle s'efforce de choisir les solutions les mieux en rapport avec les notions de justice et d'équité, telles qu'elles se présentent au moment où le juge les examine, dans le cadre plus vaste des concepts d'ordre public, d'intérêt général, de conjoncture économique nationale ¹. Ainsi en période d'inflation ou de menace permanente de dévalorisation, elle a tendance à répudier les systèmes d'adaptation automatique intégrale, qui accélèrent la dégradation du pouvoir d'achat de la monnaie.

I. Le seul moyen d'assurer avec certitude la légalité du recours à des références, réside dans l'abandon aussi complet que possible

¹ Cf. J. HAMEL, « *Les clauses...* », *op. cité*, page 179.

des index (au sens étroit) et des prix, les meilleurs indices ! Nous leur préférons en conséquence les index de production, coefficients d'augmentation ou d'amélioration de cette dernière, taux de productivité, intéressement technique, etc., étant entendu que le cas des participations aux bénéfices demeure réservé, vu son caractère mixte de semi-intéressement et semi-index. Il en va de même, à moins juste titre, pour le rattachement aux chiffres d'affaires ¹.

II. Les clauses d'intéressement, mieux à même de se voir purement et simplement confirmées, ne sont pas forcément moins efficaces que les autres. La présence fréquente de coefficients réducteurs, intercalés entre d'excellents indices-prix et les éléments financiers auxquels ils se rapportent, nous rappelle que la façon d'appliquer l'index est aussi importante que la qualité de la référence.

A défaut de solution extrême, un moyen terme sera trouvé dans l'usage de références doubles, rattachées simultanément à un prix (assujetti au risque de radiation éventuelle) et à un facteur technique (vraisemblablement exempt de ce danger). Tel est par exemple le cas de l'*emprunt acier* du Groupement de l'Industrie sidérurgique ², ou des obligations de la Manufacture française des pneumatiques Michelin ³.

III. La liaison directe du fonds ou du revenu à un indice variable peut être interprétée comme une substitution de l'index à la monnaie dans l'un de ses attributs régaliens. Il faut donc que l'indexation fasse apparaître des plus-values séparées, en capital et en intérêt, et non pas des valeurs accrues ou ajustées de ces montants.

IV. Le fait que presque tous les index rencontrés soient internes⁴ nous rassure en partie sur les dispositions d'esprit du débiteur, face

¹ Ces dernières formules sont précisément celles que nous avons rencontrées le plus fréquemment.

² Cf. Annexe, spécimen n° XIX.

³ Cf. Annexe, spécimen n° XXIV.

⁴ Cf. chapitre VII, § 7.

aux conséquences matérielles déterminées par l'emploi des références. Les entreprises privées ou services publics recourant à l'offre d'obligations indexées n'ignorent pas la nature des variations auxquelles ils s'exposent. Bien au contraire, ils dominent le sujet théoriquement tout au moins, et le contrôlent même pour une bonne part, matériellement parlant. Sachant exactement d'avance à quoi ils s'engagent, assurés de trouver dans leurs comptes la part d'excédent nécessaire au paiement d'intérêts accrus et au remboursement de capitaux augmentés, ou, qui mieux est, certains que les suppléments convenus dépendront uniquement de l'aisance manifestée par les données comptables (dont ils sont pratiquement les maîtres), les débiteurs ne pourront plus se poser en victimes des clauses de garantie. La crainte disparaît dès lors de les voir chercher des artifices juridiques, en cas de dépréciation accusée, pour se départir des contrats plus vite que les conditions d'emprunt ne le prévoient. Le risque s'atténue donc de les voir entrer dans la voie des contestations, invoquant tour à tour la charge financière excessive, le préjudice grave et la ruine imminente, pour menacer finalement de poser en justice la question de la légalité fondamentale du procédé.

V. L'engagement de l'Etat dans cette même voie, par des lois spéciales et autres textes législatifs appropriés, est également un indice favorable, auquel nous nous gardons d'attacher toutefois une importance excessive.

VI. A de rares exceptions près, nous constatons qu'aucune des clauses rencontrées n'a de caractère aussi purement *monétaire* que ce ne fut le cas pour les garanties de change, références-or, ou autres clauses non organiques en vogue vingt ans plus tôt. La vague récente d'emprunts indexés ne se trouve pas en conflit aigu avec le principe du nominalisme intégral prescrit par le droit monétaire. Mieux encore, bon nombre de spécimens offrent une protection si bien comprise, qu'elle ne saurait plus être contestée, même à la lumière des critères juridiques dérivés les plus subtils. La pratique récente ne dépasse apparemment plus, dans l'état actuel des dispositions codifiées, la juste mesure des précautions

que le créancier est incontestablement fondé de prendre, ou en droit de solliciter, pour la sauvegarde de son patrimoine ¹.

VII. Une attention toute particulière sera vouée à la rédaction des clauses, pour que ne se dégage de leur libellé ni un sentiment spéculatif, ni une impression de méfiance envers la monnaie, ni une intention de faire échec aux lois monétaires ou de combattre ouvertement les effets de la dévalorisation. Dans cet esprit, on veillera également à ne formuler que des références qui *suivent* l'évolution économique (par le truchement de prix ou de chiffres d'affaires par exemple) et n'anticipent en aucun cas sur les mouvements monétaires seuls.

VIII. Nous gardons enfin en mémoire le tour impératif que peuvent prendre certaines dispositions du droit existant, exacerbant sous la pression des circonstances les caractères de la conception nominaliste, pour finir par la faire proclamer d'ordre public.

D'un autre côté, nous nous souviendrons que la validité des clauses d'index semble tributaire de la situation économique générale. Or cette dernière tend actuellement à leur faire reconnaître un caractère d'intérêt public, du fait qu'elles détournent les détenteurs de capitaux d'une thésaurisation stérile, au profit d'investissements publics ou privés dont l'économie a tant besoin ². Mais il se pourrait que cette conjoncture ne fût que temporaire.

¹ Cf. PLANIOL et RIPPERT, *op. cité*, chapitre 1175.

² Cf. PLANIOL et RIPPERT, *op. cité*, chapitre 1183; HAMEL, *op. cité*, pp. 182 et 185.

CHAPITRE IX

ÉCONOMIE D'ENTREPRISE, EMPRUNT, ET DÉPRÉCIATION MONÉTAIRE

En considérant la nature des entreprises émettant des obligations indexées, nous avons constaté qu'elles se recrutent avant tout dans le secteur industriel, rarement dans les milieux du commerce, moins encore dans la finance, et jamais dans la banque ¹. Précisons même qu'en dehors de l'Etat, le cercle des usagers de l'emprunt indexé se restreint aux industries lourdes, ainsi qu'aux exploitations fortement capitalisées de services publics ou privés.

Faut-il dès lors supposer que les problèmes de financement nécessitent pour ces entités des solutions particulières ? Faut-il convenir que le monde industriel juge ces questions différemment ? Quelle peut bien être la raison qui pousse ces entreprises à recourir à ces procédés d'avant-garde ? Sont-elles véritablement contraintes de le faire ? C'est à ces diverses questions que nous allons répondre, en examinant au cours de ce chapitre la place occupée par les emprunts indexés dans l'économie des entreprises.

Nous envisageons d'abord le cas des obligations ordinaires prises comme source de financement, et considérons les circonstances entourant le recours massif à des fonds étrangers. Il s'agit en somme de vues générales sur les emprunts par obligations (ordinaires ou indexés, indistinctement) en adoptant cette fois l'optique du chef d'entreprise ². Ensuite, après un examen des problèmes financiers posés à l'entreprise par les phénomènes de dévalorisation monétaire, nous passons à l'apparition des titres

¹ Cf. chapitre VI, § 7.

² Cf. note terminale clôturant le chapitre III.

plus complexes que sont les obligations indexées, et aux conséquences de leur utilisation.

En un mot, ce neuvième chapitre est consacré à l'économie de l'emprunt.

§ 1. LES SOURCES DU FINANCEMENT

En présence d'un développement supposé de l'entité productrice, les possibilités de répondre au besoin impératif d'accroître le volume des capitaux mis en œuvre se ramènent à deux catégories fondamentales. L'augmentation des investissements financiers se fera soit par extension des fonds propres, soit par accroissement des fonds étrangers.

Le premier cas présuppose l'accroissement du capital-actions, impliquant la mise à plus forte contribution de la bourse des sociétaires, ou le recours à une politique active d'auto-financement. Relativement simples à première vue, ces mesures peuvent ne pas convenir dans tous les cas; ainsi:

- 1° le besoin d'argent frais peut sembler n'être que passager et ne pas dépasser en durée le *moyen terme*;
- 2° un appel de fonds peut être mal interprété par les actionnaires et se heurter à une forte opposition; de plus, une augmentation du capital social risque de provoquer un renversement de majorité;
- 3° l'administration de l'entreprise préfère ne pas questionner les sociétaires sur le mode de financement préférable, à supposer qu'elle soit en possession d'une autorisation d'emprunter sans les consulter;
- 4° elle désire profiter rapidement d'un niveau passagèrement favorable du taux de l'intérêt sur le marché des capitaux;
- 5° ou peut vouloir tenter d'accroître la rentabilité globale au moyen de super-bénéfices d'origine financière, si le taux de l'intérêt est inférieur au rendement moyen des fonds investis;
- 6° les mesures d'auto-financement n'augmentent pas les capitaux propres à une cadence aussi rapide que l'entreprise le désire.

Dès lors, l'administration et la direction préféreront recourir à l'emprunt par obligations, vu l'effet insuffisant des mesures d'auto-financement, et la modicité relative des crédits bancaires obtenus. Notons en passant que l'insuffisance des investissements et des capitaux propres n'est pas forcément accidentelle, et peut même avoir été prévue de longue date, avant l'existence de l'entité. La recherche d'un complément de financement hors du cadre de l'entreprise ne procède alors que de la simple exécution d'un plan préconçu.

Quelle qu'en soit cependant la cause, l'addition de fonds étrangers au patrimoine social entraîne inévitablement l'obligation de fournir des garanties aux prêteurs, et de leur assurer certaines sécurités. Elle cause de ce fait une charge nouvelle de responsabilités, à laquelle s'ajoute parallèlement une perte d'indépendance plus ou moins accentuée¹. Enfin, cette diminution de l'autonomie financière s'accompagne en outre de l'apparition de charges fixes nouvelles d'intérêts et de frais.

Du point de vue du profit d'entreprise, cette méthode apporte vraisemblablement aux actionnaires un surplus de bénéfice, d'origine purement financière. Ce dernier résulte, comme nous venons de le voir sous chiffre 5 ci-dessus, de la différence entre deux taux : celui du rendement moyen de la masse totale des capitaux mis en œuvre, et celui de l'intérêt servi aux obligataires.

§ 2. L'UTILISATION DES CAPITAUX DANS L'ENTREPRISE

La distinction faite ci-dessus entre fonds propres et fonds étrangers ne concerne que la provenance des capitaux. Elle dépend pour une bonne part du chef d'entreprise qui choisit la méthode de financement la mieux appropriée.

Par contre, lorsqu'il s'agit de la destination des sommes réunies, et de leur utilisation finale au sein de l'entreprise, le libre arbitre n'appartient plus à l'entrepreneur, qui devra adapter les proportions

¹ Cf. chapitre II, § 8.

de *capital fixe* et de *capital circulant* aux exigences de la branche économique dans laquelle il exerce son activité.

Le *capital fixe* comprend l'ensemble des moyens techniques de production. Il représente les investissements dans des installations matérielles de toutes sortes, telles que terrains, bâtiments, constructions, machines, outillages, ou des valeurs morales telles que brevets, concessions, recherches scientifiques. En un mot, le contenu du capital fixe correspond à tout ce qui assure à l'entreprise son potentiel productif.

Destiné à l'usage, le capital fixe est soumis à une dépréciation progressive due à l'usure et au vieillissement. En conséquence, sa valeur dépendra pour une bonne part des mesures prises aux fins d'assurer son entretien, son renouvellement, son extension et sa modernisation.

Cette même valeur sera également tributaire de la conjoncture et de la capacité administrative des directeurs. En effet, selon le degré d'occupation de l'entreprise, la valeur d'exploitation des investissements sera considérable, voire irremplaçable sans pertes sensibles, ou tout au contraire énormément dépréciée.

Sa valeur intrinsèque, ou valeur de réalisation, suit un tout autre régime: elle se réduit très fortement dès après l'achat, et s'amointrit sans cesse, d'autant plus que le risque la frappe plus lourdement.

La valeur estimative du capital fixe est donc fonction de la productivité de l'entreprise, laquelle dépend à son tour de la capacité de gestion de l'entrepreneur. Telle est la raison pour laquelle nous la qualifions de *subjective*. Et le risque qui la menace, un risque individuel et interne avant tout, s'attachant à la fois à l'entretien, au renouvellement, au taux d'emploi et à la qualité du fonctionnement, sera dénommé risque subjectif.

Le *capital circulant*, qui n'appelle pas d'aussi amples développements pour ce qui nous intéresse, consiste en un ensemble de biens naturellement destinés à l'échange, en raison même du rôle qui leur est dévolu. Il réunit par définition un ensemble d'éléments mobiles, facilement réalisables, et offrant en principe un certain degré de liquidité. Ces biens sont de nature variée et changeante: mar-

chandises, créances, disponibilités. Leur rôle, dans l'entreprise, est de matérialiser le produit de l'exploitation et de receler le profit. Envisagée du point de vue du risque d'entreprise proprement dit, la valeur du capital circulant est moins directement affectée par la marche de l'entité industrielle que par les aléas de la conjoncture. C'est pourquoi elle est considérée comme étant *objective* du fait même des possibilités de réalisation des éléments qui constituent cette partie des actifs.

Pour des raisons technologiques bien compréhensibles, la proportion de capital fixe et de capital circulant varie notablement d'une entreprise à l'autre, selon la branche économique visée. Les exigences matérielles et les contingences afférant à chaque domaine particulier sont déterminantes en cette matière. Cela se remarque à tel point que l'importance des parts respectives de chaque rubrique échappe même à la volonté extérieure, pour répondre uniquement aux besoins internes. Dans les temps actuels, la tendance s'affirme chaque jour plus nettement de la prédominance sans cesse croissante des immobilisations. Les avantages de la grande production, utilisant les techniques les plus raffinées de la mécanisation et de la rationalisation, les chaînes de travail et la fabrication semi-automatique, nous l'avaient déjà annoncé. Les progrès de l'électronique et ses applications à la production de masse vont renforcer encore cette tendance, qui trouve actuellement son aboutissement dans l'avènement de l'*automation*.

Le corollaire de cette orientation consiste en un accroissement du risque subjectif, corrélativement à une réduction du risque objectif. Or cette perspective financière semble fort peu engageante.

§ 3. LES RAPPORTS ENTRE LA PROVENANCE ET LA DESTINATION DES FONDS

Un examen de la structure capitaliste de l'entreprise ne peut se satisfaire des appréciations sommaires consignées dans les deux paragraphes précédents, qui concernent l'un la source du financement et l'autre l'utilisation des fonds investis. Il est en effet indispensable de confronter tous les éléments dénombrés, pour connaître

les rapports qui s'établissent entre la provenance et l'emploi des fonds, et atteindre de la sorte à une vue plus précise de la réalité.

Pour ce faire, la science économique a déterminé un ensemble de normes dont nous reprenons les principales au cours de ce chapitre. Il s'agit notamment des quatre rapports fondamentaux suivants :

I. La comparaison des éléments formant l'actif, savoir : $\frac{\text{capital fixe}}{\text{capital circulant}}$ renseigne sur le *taux d'immobilisation relative*.

II. En confrontant de même façon les composants du passif, savoir : $\frac{\text{fonds propres}}{\text{fonds empruntés}}$, nous connaissons le *degré d'autonomie financière* de l'entreprise.

III. La relation $\frac{\text{fonds propres}}{\text{capital fixe}}$ précise l'ampleur du financement direct des immobilisations productives, et de la couverture du risque subjectif par les fonds propres ; il exprime, autrement dit, l'*indice de sécurité*.

IV. Enfin, la norme $\frac{\text{capital circulant}}{\text{fonds étrangers}}$ indique dans quelle mesure les fonds étrangers (l'exigible) sont couverts par des éléments facilement réalisables ; il s'agit de l'*indice brut de liquidité*, ou *indice de solvabilité*.

Notons en passant, à propos des deux derniers rapports, que le fait d'examiner la norme $\frac{\text{fonds propres}}{\text{capital fixe}}$ après avoir disserté de la composition de l'actif et du passif, laisse immédiatement supposer les commentaires qu'appellera la relation $\frac{\text{capital circulant}}{\text{fonds étrangers}}$. Les éléments comparés étant complémentaires, leur confrontation engendre évidemment des conclusions similaires. Cette remarque s'accorde du reste parfaitement avec la mention faite au paragraphe 8 du chapitre III, des affinités entre la sécurité et la liquidité. Cependant, nous conserverons ces deux rapports similaires, pour des raisons d'ordre pratique.

Nous commentons ces divers rapports dans le paragraphe suivant, sans perdre de vue que notre objectif principal reste l'examen du rôle joué par les capitaux prêtés à l'entreprise, englobés au sein des *fonds étrangers*. Relevons enfin que ces appréciations relatives à la structure des éléments en présence peuvent utilement être complétées par des considérations se rapportant à leur sort dans l'entité productrice en fonctionnement. Cette catégorie de jugements, qui concerne la gestion des fonds mis en œuvre, met certains indices et critères en lumière, particulièrement intéressants pour les emprunts. Ces rapports fonctionnels seront évoqués dès le § 5 ci-après.

§ 4. LES FONDS ÉTRANGERS ET LES AUTRES ÉLÉMENTS DU BILAN

Toutes les parties d'une entité économique étant solidaires, il n'est pas admissible de restreindre nos comparaisons aux seules formules faisant mention expresse des fonds étrangers, car ces derniers peuvent être atteints par les conséquences de changements survenus dans des rapports qui ne les concernent pas nominativement. Aussi n'effectuons-nous aucune discrimination parmi les quatre indices majeurs énumérés précédemment, que nous allons tous passer en revue.

I. *Le taux d'immobilisation relative, ou taux d'investissement* $\left(\frac{\text{capital fixe}}{\text{capital circulant}} \right)$.

L'indication fournie par ce rapport, nous l'avons dit, est principalement tributaire de la branche dans laquelle s'exerce l'activité de l'entreprise. Le taux d'immobilisation relative varie selon des contingences techniques, et dépend plus de la technologie et des méthodes de production que du propre gré de l'entrepreneur.

Toutefois, l'art des organes de gestion consiste à déterminer le volume de financement optimum pour un maximum de production. Cette proposition d'importance cardinale détermine le degré du rendement global, dont le taux sera d'autant plus élevé que la base d'application aura été réduite grâce à une limitation des investisse-

ments au strict nécessaire. Les méthodes de standardisation et de rationalisation ne visent du reste qu'à résoudre à satisfaction cette condition impérative.

La limitation du volume du capital fixe entraîne simultanément celle du risque subjectif, dont nous avons exposé la nature en montrant les dangers ¹. Du côté du capital circulant, la réduction au minimum s'impose d'autant plus que cette partie du patrimoine n'est pas directement productive. Une discrimination judicieuse s'impose de toute évidence, pour que la stagnation de fonds ne vienne grever inutilement la rentabilité.

II. *Le degré d'autonomie financière ou indice d'endettement*

$$\left(\frac{\text{fonds propres}}{\text{fonds étrangers}} \right).$$

Il va sans dire que l'entrepreneur doit avant tout se trouver le maître de son destin. Or, pour des raisons sanctionnées par des nécessités pratiques ², il se résoud parfois à recourir aux fonds de provenance extérieure, en fournissant à cette occasion des garanties contractuelles ³ qui aliènent une partie de son autonomie financière et de sa liberté d'action. Or la dette obligataire, habituellement munie de garanties privilégiées, n'est généralement qu'une fraction des fonds étrangers. Concurrément, d'autres capitaux se sont investis dans l'entreprise pour des délais plus ou moins longs, non sans s'assurer au préalable de jouir aussi de certaines garanties. La liberté de gestion en sera d'autant plus limitée. Toutes ces entraves nuisent au bon fonctionnement de l'entité, car elles font obstacle à son adaptation rapide aux circonstances de la vie économique. En cas de nécessité, la tentation sera grande de trouver quand même une solution. Et, s'il le faut à tout prix, le danger existe que l'emprunteur, dans des intentions assurément louables du point de vue de l'économie d'entreprise, n'enfreigne ses engagements à l'insu des prêteurs. Le risque potentiel d'un amoindrisse-

¹ Nous reprendrons au paragraphe suivant les problèmes particuliers d'usure et de remplacement, d'entretien et de modernisation.

² Cf. § 1 de ce chapitre.

³ Pour plus de détails cf. chapitre II, § 8.

ment des garanties, pour les fonds étrangers en général et les prêts obligataires en particulier, est donc d'autant plus accusé que la proportion de fonds propres est plus faible, et que le financement de l'entreprise repose sur une base extérieure plutôt que sur des sources internes.

III. *L'indice de sécurité* $\left(\frac{\text{fonds propres}}{\text{capital fixe}}\right)$.

Parler d'un degré de sécurité sous-entend évidemment que des risques existent, dont on s'efforce de pallier les conséquences avec plus ou moins de succès. Dans le cas du capital fixe, il s'agit principalement du risque interne, ou *risque subjectif*, dont l'importance est d'autant plus grande que les investissements sont plus massifs. Nous en verrons les caractéristiques au paragraphe prochain.

Pour l'instant, il convient d'examiner dans quelle mesure le risque subjectif est couvert par les fonds propres. Etant donné la valeur aléatoire du potentiel productif¹, il est assurément préférable que les fonds propres le financent dans sa totalité. Ainsi les créanciers de l'entreprise seront à l'abri de surprises désagréables. Mais, si le rapport des fonds propres au capital fixe nous indique que ceux-là sont inférieurs à celui-ci, il s'ensuit infailliblement que les immobilisations sont en partie financées par des fonds étrangers. Or ces derniers comprennent précisément les capitaux réunis par le moyen d'emprunts obligataires. Nous pouvons conclure dès lors que les porteurs d'obligations, malgré leur statut de créanciers, assument en partie le rôle des actionnaires, en supportant de manière complémentaire le risque d'exploitation et surtout le risque subjectif.

Leur situation n'est donc guère enviable lorsque le capital fixe vient à dépasser le montant des fonds propres, ou lorsque ceux-ci ne s'accroissent pas dans la même mesure que l'équipement. La sécurité du placement diminue visiblement, et donnera lieu à des revendications proportionnées à la part de risque subjectif reportée sur les fonds étrangers. Mais si le prêteur doit partager les risques de l'associé sans avoir le droit de participer ni à la gestion ni même aux résultats, il cessera vraisemblablement de prêter son concours

¹ Cf. § 2 ci-dessus, chiffre I.

à la première occasion, à moins que l'emprunteur ne reconnaisse la justesse de ses récriminations, et ne lui offre soit une amélioration des garanties dont l'emprunt est assorti, soit une compensation financière équitable. Nous retrouvons ici la seconde origine des obligations garanties ¹, ainsi que la genèse de la *participation* et de l'*intéressement*.

IV. *L'indice brut de liquidité ou indice de solvabilité*
 $\left(\frac{\text{capital circulant}}{\text{fonds étrangers}} \right)$.

En comparant capital circulant et fonds étrangers, nous voyons d'emblée si l'ensemble des biens mobilisables suffit à couvrir le total des créances exigibles. Or les fonds étrangers, qui précisément n'appartiennent pas à l'entreprise, peuvent en tout temps vouloir la quitter. Il est désormais évident que la solvabilité est d'autant meilleure que le volume du capital circulant dépasse celui des fonds étrangers, proposition qui implique simultanément que le montant du capital fixe est inférieur à celui des fonds propres ².

Mais, si le montant du capital circulant est plus restreint que celui des fonds étrangers, l'entreprise se trouve devoir faire face à des engagements supérieurs à ses moyens dans l'immédiat. Elle ne peut résoudre ce problème que de trois façons :

- 1^o en agissant sur le *taux d'immobilisation relative* (rapport n^o I) par réduction du capital fixe, ce qui ne se conçoit pas sans porter atteinte au potentiel productif, étant entendu que l'optimum a déjà été atteint par une rationalisation efficace;
- 2^o en améliorant le *degré d'autonomie financière* (n^o II), par augmentation des fonds propres, ce qui peut ne pas être possible ou désirable ³;
- 3^o ou en échelonnant enfin les engagements dans le temps, par le moyen des emprunts obligataires en particulier.

¹ Cf. chapitre VI, § 5.

² Nous retrouvons la relation étroite qui unit la liquidité à la sécurité, vu l'interdépendance entre les éléments des rapports III et IV.

³ Cf. § 1 ci-dessus.

Si les échéances des dettes exigibles peuvent être échelonnées, la comparaison globale du capital circulant avec les fonds étrangers n'a plus qu'une signification très générale. C'est ce qu'exprime le concept *solvabilité*, de même que l'adjectif *brut* glissé à côté du substantif *liquidité*. Il s'avère indispensable, pour avoir une vue exacte de la liquidité, de faire intervenir la notion de temps, ou autrement dit l'époque d'exigibilité effective des dettes et de réalisation probable du capital circulant. Nous le ferons incessamment dans les paragraphes 6 et 7 ci-après, qui s'intitulent « Remboursement des capitaux empruntés et corrélation des échéances », et « Renouvellement du capital fixe, remboursement des capitaux empruntés et corrélation des amortissements ». Auparavant, terminons l'examen des particularités du risque subjectif dans ses rapports avec les fonds étrangers réunis par emprunt.

§ 5. LE SORT DES CAPITAUX EMPRUNTÉS ¹ DANS L'ENTREPRISE EN FONCTIONNEMENT

Avec le fonctionnement de l'entreprise, nous passons des considérations statiques s'inscrivant dans le cadre du bilan, à des vues dynamiques attachées au compte d'exploitation. Les capitaux empruntés sont alors soumis à deux nouveaux risques *fonctionnels* ² de sécurité et de liquidité, qui font l'objet l'un de ce paragraphe, l'autre du paragraphe suivant.

L'énoncé du problème se circonscrit à un nombre déterminé de cas précis, où le taux d'immobilisation relative est élevé, le rendement faible par rapport à la masse de fonds mise en œuvre, et les charges relativement lourdes du fait d'une autonomie financière restreinte. Ces conditions économiques se rencontrent en particulier dans la grosse industrie et dans les grands services publics, et ce n'est pas par une coïncidence fortuite que ces entités se sont préci-

¹ Nous délaissions les autres fonds étrangers pour éviter des développements accessoires, sans rapport direct avec l'objet bien défini de notre enquête.

² Par opposition aux risques *structurels* d'immobilisation (I) et d'endettement (II), et aux risques *organiques* de sécurité (III) et de liquidité (IV).

sément fait une spécialité d'émettre des emprunts indexés. Mais n'anticipons pas.

Pour en revenir au sort des capitaux empruntés dans l'entreprise en fonctionnement, nous allons schématiser leur rôle et leurs métamorphoses. Nous décrivons ensuite les dangers apparaissant à chaque phase, dont l'ensemble forme le risque subjectif ou risque fonctionnel de sécurité.

- 1° Après la souscription et la libération de l'emprunt, les obligations ont pour contrepartie matérielle provisoire des espèces en caisse ou des avoirs en banque. Les fonds étrangers et le capital circulant ont augmenté simultanément du même montant.
- 2° L'affectation des sommes recueillies, à l'achat de biens matériels destinés à renforcer le potentiel productif, provoque une mutation de la contre-valeur économique du prêt. De capital circulant, il se transforme en capital fixe (phase d'investissement).
- 3° L'application des processus productifs aux immobilisations donne naissance aux biens et services dont l'apparition concrétise la réalisation du but social. Le produit, obtenu dans l'entreprise, résulte de la consommation de main-d'œuvre, d'énergie, de matières premières et accessoires, ainsi que d'une parcelle de capital fixe (l'usure). L'ensemble de ces consommations, auquel s'ajoutent les intérêts dus aux fonds empruntés, ainsi que les autres charges financières, forme le prix de revient.
- 4° Le produit est stocké, valorisé, puis vendu. Incorporée dans les marchandises ou services, la part consommée du capital fixe (qui seule nous intéresse puisqu'elle se détache des biens formant la contre-valeur de l'emprunt) passe au capital circulant. Au sein du produit, qui s'est encore accommodé de la différence entre prix de revient et prix de vente, elle se transforme encore en créance, par suite de la vente.
- 5° La créance est soldée. La parcelle de capital fixe consommée (nous continuons à ne penser qu'à la contrepartie de l'emprunt), devenue produit, puis créance, change à nouveau d'aspect, et se retrouve dans les liquidités monétaires et bancaires.

Nous sommes au terme du processus et n'aurions apparemment qu'à recommencer un nouveau cycle.

Le risque subjectif affectant le vaste capital fixe mis en œuvre — et les fonds empruntés dont il est la contrepartie — se compose des éléments décrits ci-après.

Lors de l'affectation des sommes recueillies à l'achat de biens matériels, trois risques apparaissent :

- a) la dépréciation d'achat — un bien nouveau, sitôt acheté et reçu, perd immédiatement de sa valeur, en raison de la disparition des qualités de neuf et des garanties d'origine ¹;
- b) la bonne utilisation des fonds investis, judicieuse et profitable au maximum — indépendamment des compétences techniques de l'entrepreneur, ici mises en cause, la découverte incessante de moyens toujours plus perfectionnés implique l'achat des instruments les plus modernes, les plus pratiques et les plus rentables, en vue d'une production optimum ²;
- c) l'achat marque enfin le début (peu apparent) du vieillissement progressif de l'objet, qui lui fera perdre continuellement de sa valeur en fonction directe de l'accroissement de son âge.

L'application des processus productifs aux immobilisations, donne naissance aux quatre nouveaux risques suivants :

- d) la tendance naturelle à méconnaître tout ou partie de l'usure;
- e) la difficulté de déterminer exactement le montant des investissements consommés;
- f) la régularité de l'entretien — la machine n'est pas très exigeante, et peut se contenter d'un service de qualité inférieure au strict nécessaire; mais elle s'use alors plus vite, ce qui n'apparaît toutefois qu'à long terme ³;

¹ Cette dépréciation première est d'autant plus forte que le bien en cause est d'emploi plus spécifique, ou de marché moins courant.

² Ces considérations rappellent ce que nous avons écrit à propos de la dépréciation technique, cf. chapitre VII, § 7, lettre B.

³ Nous disons *la machine* parce que ce concept illustre plus aisément notre pensée; mais nous songeons tout autant aux autres formes d'équipement que sont les bâtiments, l'outillage, les brevets, concessions, etc.

- g) les accidents de fonctionnement ou les destructions partielles ou totales, inattendues ou malchanceuses.

Un dernier élément de risque subjectif apparaît enfin après le stockage et la vente :

- h) la conjoncture peut ne pas permettre un prix de vente suffisant pour qu'apparaisse une différence positive normale.

Mais la manifestation de ces risques s'atténue à raison des précautions prises par le chef d'entreprise, pour maintenir l'intégrité des investissements et compenser les pertes de la contrepartie matérielle des capitaux empruntés. A cet effet, les ajustements et mesures de prévoyance ci-après seront adoptés :

- a) la dépréciation d'achat implique une estimation comptable prudente et un amortissement immédiat de la perte de la qualité de neuf (*décote*);
- b) la dévalorisation technique appelle la constitution d'un fonds de renouvellement et de modernisation de l'équipement;
- c) le vieillissement réduit annuellement la valeur des investissements, en proportion inverse de leur longévité probable; le remède consiste en un amortissement partiel régulier;
- d) la méconnaissance de l'usure procède de trois sortes de raisons:
 - 1^o une tendance psychologique à surestimer les biens détenus;
 - 2^o l'apparence discrète des formes de l'usure;
 - 3^o le fait que les autres éléments consommés réclament spontanément leur rémunération ¹, tandis que les immobilisations ne manifestent ouvertement leurs revendications que par une capacité productive diminuée ou leur mise hors d'usage, ce qui ne se constate qu'à *long terme*.

Un examen approfondi et objectif, à l'inventaire, doit précéder une estimation prudente, pessimiste de préférence, de la valeur restante.

¹ Salaire de la main-d'œuvre, notes d'énergie, factures des matières diverses.

- e) La consommation de l'équipement requiert soit la reconstitution matérielle de ce dernier, soit, par opérations comptables appropriées, l'enregistrement de l'usure (amortissement) ou la mise en réserve de sa valeur à des fins de remplacement;
- f) les économies faites sur l'entretien doivent être mises en réserve pour compenser l'usure vraisemblablement accrue;
- g) l'équivalent d'une prime d'assurance contre les imprévus doit être réservée annuellement, à moins que l'on ne pare aux conséquences des accidents éventuels, souvent plus graves que le dommage original, en se pourvoyant de rechanges et d'accessoires ¹;
- h) enfin, l'adoption des mesures d'ajustement ou de prévoyance ne doit pas dépendre du volume de la différence apparue entre prix de vente et prix de revient, mais être décidée du seul fait de la mise à contribution des investissements.

Qu'arrivera-t-il si la marge bénéficiaire brute est insuffisante pour faire face à toutes ces charges ? Une perte apparaîtra à la clôture, qui s'accroîtra des intérêts dus aux capitaux empruntés, sans compter que l'entrepreneur n'aura pas reçu la rémunération qu'il escomptait (le profit). Du fait de la passivité de l'équipement à revendiquer son « salaire annuel », la tentation sera grande de compter sur les exercices ultérieurs pour réparer les outrages du temps et les effets de l'usure. Et le degré d'urgence économique bien comprise des affectations, qui classe les charges dans l'ordre d'exigibilité suivant :

1 ^o investissements	2 ^o prêteur	3 ^o entrepreneur,
risque fort de se transformer en :		
1 ^o prêteur	ou	1 ^o prêteur
2 ^o investissements	ce qui est	2 ^o entrepreneur
3 ^o entrepreneur	pire	3 ^o investissements,

¹ Dont la valeur ne sera évidemment pas incluse dans celle de l'investissement, vu leur destination finale de consommation, et l'absence pratique de valeur de revente.

Le prêteur est évidemment rémunéré par préférence, pour qu'il ne *réclame* pas son dû, tandis que l'équipement passe au dernier rang, puisqu'il demeure muet à l'endroit de ses exigences légitimes minimum ¹.

Dans ces circonstances, que vaudra effectivement le capital fixe, et que vaudront les fonds étrangers qui le financent ? Le risque fonctionnel de sécurité se manifeste de la sorte dans toute sa rigueur, lorsque la rémunération des obligations est servie au détriment de la formation des amortissements et réserves. Si l'intérêt est payé au moyen des fonds destinés à reconstituer la contrepartie matérielle des capitaux empruntés, il se trouve donc formé de leur propre substance ! Ceci revient à dire que le fonds sert à payer le revenu ².

L'omission des charges d'amortissement et de réserve ne nous semble pas pouvoir être *involontaire*. Il y a dès lors de fortes présomptions, dans pareil cas, qu'elle ait pour cause une impossibilité passagère de les supporter. Pour remédier aux conséquences de cette insuffisance de la marge bénéficiaire, l'économie a imaginé, depuis bon nombre d'années déjà, de restreindre temporairement les prérogatives du prêteur. Nous en reparlerons dans le chapitre suivant ³.

Pour l'instant observons enfin que l'aggravation du risque de sécurité fonctionnelle dans les entités à capital fixe élevé, et son report sur les capitaux empruntés à raison de leur importance relative et du long terme de leur investissement, fait en somme de l'obligataire un co-participant financier, collaborateur indirect, ou coopérateur économique. Nous retrouvons ici les raisons de l'offre d'accessoires et de garanties supplémentaires, en rapport direct avec les risques fonctionnels attachés aux entreprises dont le prêteur a souscrit les obligations.

¹ Nous faisons abstraction de l'entrepreneur, dont le rôle est secondaire pour ce qui concerne la suite du raisonnement.

² Nous avons négligé toute allusion aux fonds propres, qui supportent les premiers le poids du risque subjectif ; mais leur volume extrêmement réduit par rapport à la masse mise en œuvre nous permet de faire abstraction de leur présence.

³ Cf. chapitre X, §§ 1 à 3.

§ 6. REMBOURSEMENT DES CAPITAUX EMPRUNTÉS
ET CORRÉLATION DES ÉCHÉANCES

L'indice de solvabilité mentionné plus haut comparait sommairement les masses respectives du capital circulant et des fonds étrangers. Mais en raison des échéances échelonnées des dettes, et de la liquidité variable des rubriques composant le capital circulant, les appréciations précédentes doivent être complétées en tenant compte du facteur temps.

En dernière analyse, la liquidité se ramène à un rapport d'équilibre entre disponibilités et engagements, pris l'un et l'autre dans leur sens le plus large. Cet équilibre est double: en volume, et en durée. Ou si l'on préfère, équilibre en volume par catégorie de durée (court, moyen et long terme). Une appréciation exacte de la liquidité résulte donc de la comparaison des éléments constitutifs du capital circulant et des fonds étrangers, rangés selon la facilité de mobilisation ou le degré d'exigibilité, savoir:

Eléments du capital circulant classés selon leur facilité de mobilisation	Fonds étrangers classés selon leur degré d'exigibilité
1) liquide (instantanément) disponibles en permanence: espèces en caisse disponible en potentiel: avoirs à vue (banque et chèques postaux)	4) échu (instantanément exigible) factures, effets et autres dettes échues
2) mobilisable (court terme) débiteurs portefeuille (effets et titres)	5) exigible (court terme) créanciers, effets souscrits crédits bancaires à vue et toute autre dette arrivant prochainement à échéance
3) réalisable (moyen terme) marchandises matières premières approvisionnements	6) immobilisé (moyen et long terme) crédits bancaires à terme fonds sociaux emprunts hypothécaires dette obligataire

Une règle générale se dégage de cette classification comparative: pour que la liquidité soit assurée, il suffit que chaque rubrique du capital circulant ait un volume égal ou supérieur au montant exigible de fonds étrangers de la catégorie correspondante. La liquidité se ramène donc à un principe de concordance simultanée des montants et des échéances.

Dans les entités mettant en œuvre un vaste capital fixe principalement financé par l'emprunt, la liquidité obéit au même principe. Mais du fait de la disparité des masses de capital circulant et de fonds étrangers, l'équilibre est rompu. Il ne peut être rétabli qu'indirectement par un aménagement bien conçu des échéances. Ainsi, grâce à l'immobilisation sciemment provoquée des capitaux empruntés, il suffit dès lors qu'apparaissent régulièrement au sein du capital circulant, des disponibilités restreintes, pour assumer uniquement le paiement des intérêts échus et le remboursement des titres venus à terme. La contrepartie *liquide* de l'emprunt est ainsi ramenée à la nécessité d'assurer seulement le *service de la dette*.

Par les tableaux d'arrérage, établis en fonction du montant emprunté, du taux de l'intérêt, des primes et lots éventuels, et enfin de la durée convenue, la charge annuelle maximum ¹ du service de la dette est connue avec précision. Il n'y a plus qu'à l'inclure dans le budget de trésorerie (qui a remplacé l'ancien échéancier) pour qu'elle prenne place parmi les impératifs auxquels la gestion doit satisfaire, et dont elle doit tenir compte en établissant ses programmes d'action ².

En bonne logique, cette notion de corrélation des échéances aura même été examinée *avant* de prendre la décision de recourir systématiquement aux sources extérieures de financement. En partant de l'excédent bénéficiaire connu ainsi que de l'aisance de trésorerie, et en supputant leur évolution future consécutive à

¹ La charge effective sera vraisemblablement moindre, en raison des retards survenant dans la perception des sommes échues; cf. chap. III, § 7, lit. *a*.

² Nous éludons, pour simplifier, l'hypothèse de tensions occasionnelles et imprévues de trésorerie; cette éventualité trouve un palliatif dans les combinaisons de conditions de remboursement examinées au § 5 du chapitre II, lettre *e*, en particulier.

l'intervention des capitaux empruntés, le chef d'entreprise a déterminé par avance le volume probable des liquidités annuellement disponibles. Nul doute qu'il n'ait ensuite adopté des conditions d'emprunt adéquates, proportionnant les annuités aux montants libres budgétés, et allongeant le terme à raison de la modicité des rentrées et des charges supportables par chaque exercice.

§ 7. RENOUVELLEMENT DU CAPITAL FIXE, REMBOURSEMENT
DES CAPITAUX EMPRUNTÉS, ET CORRÉLATION DES AMORTISSEMENTS

Au-delà des concepts de sécurité et de liquidité fonctionnelles, l'application dans l'entreprise du principe de corrélation des amortissements¹ apporte aux capitaux empruntés une garantie supplémentaire dont l'essence réside dans une règle fondamentale de gestion. Il s'agit, en peu de mots, de la concordance entre amortissements financiers et amortissements industriels, ou, autrement dit, de la coordination du remboursement des capitaux étrangers, avec la dévalorisation des investissements due à l'usure et au vieillissement. Cette norme économique, inséparable de l'emprunt lorsqu'il est investi dans le capital fixe, ne s'applique évidemment qu'aux entités mettant en œuvre un vaste potentiel productif, dont le financement est tributaire du recours durable aux fonds étrangers.

En étudiant le mécanisme du risque subjectif², nous avons constaté que l'acquisition d'un potentiel productif et sa mise en œuvre déterminent l'apparition d'une série de moins-values que l'entrepreneur s'efforce de compenser par des mesures appropriées d'ajustement et de prévoyance. Les capitaux empruntés semblaient ainsi assurés du maintien de leur contrepartie matérielle (le cas d'insuffisance de la marge bénéficiaire brute excepté). Mais l'application d'une politique prudente, tenant compte de la consommation

¹ C. TERRIER, « De la sécurité du capital emprunté dans les entreprises à capital fixe élevé ». Tiré de: *Etudes économiques et sociales*, publiées à l'occasion du vingt-cinquième anniversaire de la fondation de la Faculté des Sciences économiques et sociales de l'Université de Genève, 1941, pages 431 et suivantes.

² Cf. § 5 ci-dessus.

réelle d'investissements et de la dépréciation effective du potentiel productif, procède moins souvent de la reconstitution matérielle des immobilisations que de l'amortissement comptable et de la formation de réserves. En conséquence, la compensation des moins-values se retrouve, à l'état diffus, dans l'ensemble du patrimoine social. Et s'il n'y a pas reconstitution matérielle immédiate du capital fixe, elle a même une tendance marquée à se concentrer systématiquement au sein du capital circulant.

A première vue, la sécurité des fonds empruntés a tout à gagner à cette mutation : le taux d'investissement se trouve allégé, le risque subjectif d'exploitation est partiellement transformé en risque objectif, l'indice de sécurité augmente, et la solvabilité s'améliore.

Mais un examen plus attentif nous montre que l'entité productrice ne profite pas directement de ces disponibilités accrues. Elles apportent une aisance de trésorerie supplémentaire, il est vrai, mais à titre onéreux. Economiquement parlant, elles sont un poids mort, car le rendement pourrait croître si la compensation des moins-values du capital fixe était employée plus utilement, à rembourser par exemple une partie de l'emprunt (ce qui réduirait évidemment la charge d'intérêts). Or l'amélioration du rendement équivaut à une augmentation de la valeur subjective des investissements. Ces derniers formant la contrepartie des capitaux empruntés, ceux-ci n'en seront en définitive que mieux garantis.

L'utilité du principe de corrélation des amortissements financiers et des amortissements industriels est ainsi démontrée.

En résumé, la part de capital fixe consommée lors de l'application des processus productifs aux immobilisations ¹, une fois incorporée au produit, vendue et réalisée, doit :

soit se réinvestir matériellement dans le potentiel productif,
soit sortir de l'entreprise, en réduisant d'autant le volume des fonds étrangers (et parallèlement celui des charges financières).

A toute réduction de la valeur de l'équipement doit ainsi correspondre une diminution équivalente de la contrepartie qui le

¹ Cf. § 5 ci-dessus, chiffre 3.

finance. De ce fait, les capitaux empruntés restants bénéficieront de garanties accrues pour les raisons suivantes :

- 1^o la diminution du capital fixe face à un capital circulant inchangé, implique un abaissement du taux d'immobilisation relative, et conséquemment une réduction de l'importance relative du risque subjectif ;
- 2^o le degré d'autonomie financière augmente évidemment, de par la réduction manifeste de l'endettement ;
- 3^o l'indice de sécurité s'accroît dans la mesure où le capital fixe perd de son volume ;
- 4^o la liquidité se consolide grâce à l'amointrissement des fonds étrangers.

De surcroît, l'augmentation de rendement consécutive à l'allègement de la charge d'intérêt, et fonction de l'accélération du remboursement, appelle les considérations complémentaires ci-après :

- 5^o l'amélioration de la rentabilité détermine un accroissement de la valeur subjective des investissements, et renforce subséquemment la garantie des fonds empruntés ;
- 6^o le risque subjectif d'exploitation s'édulcore, de par l'atténuation de sa manifestation dernière, savoir : la crainte qu'une marge bénéficiaire brute insuffisante induise l'entrepreneur à différer l'ajustement ou la reconstitution de l'équipement, et à rémunérer l'emprunt au moyen de sa propre substance.

Enfin, le principe de corrélation des amortissements d'usure et du remboursement progressif de l'emprunt met en évidence un dernier avantage :

- 7^o l'établissement *avant l'emprunt* d'un tableau de remboursement basé sur le plan d'amortissement du capital fixe, présuppose que les attributions aux comptes d'ajustement et de réserve ne seront en tout cas pas inférieures aux moins-values supputées *avant* l'investissement. Si l'usure et le vieillissement dépassent tout de même les prévisions, le risque de les voir reportés sur d'autres exercices se limite dès lors uniquement aux montants excédant ces prévisions.

Ajoutons pour terminer que la coordination des amortissements ne s'identifie pas avec l'autofinancement. Ce dernier consiste à réinvestir une partie des bénéfices dans l'entreprise, pour en renforcer la structure capitaliste ¹, alors que le principe de corrélation ne se rapporte qu'à la part consommée des investissements, sans faire intervenir le surplus disponible, ou profit net.

§ 8. LES EFFETS DE LA DÉPRÉCIATION MONÉTAIRE
SUR L'ENTREPRISE ET LEURS CONSÉQUENCES POUR LES EMPRUNTS

Dans ce chapitre hybride, qui se trouve reproduire la division en trois parties de notre thèse, nous avons considéré jusqu'ici les rapports s'établissant entre l'emprunt et l'économie d'entreprise. Passons maintenant à l'intervention du facteur *dévalorisation monétaire*, et observons ses effets sur les éléments du bilan (§ 8), sur le fonctionnement de l'entreprise (§ 9), en envisageant simultanément leurs conséquences pour les fonds étrangers. Nous terminerons par l'examen de l'indexation des capitaux empruntés dans ses rapports avec l'économie d'entreprise (§ 10).

En reprenant l'hypothèse d'une économie où le pouvoir d'achat de la monnaie est en diminution, nous constatons ce qui suit à propos des quatre éléments constitutifs du bilan.

De par sa nature matérielle, le *capital fixe* a tendance à augmenter apparemment de valeur. Mais des règles légales et comptables empêchent l'entreprise d'enregistrer la plus-value dans ses livres. En outre, la cadence relativement lente à laquelle il se renouvelle, retarde l'adaptation de sa valeur initiale à la hausse du prix des éléments de remplacement. Le montant nominal du capital fixe n'est donc pas touché par la dévalorisation, tandis que sa valeur subjective d'exploitation a manifestement tendance à croître.

Quant au *capital circulant*, nous avons vu qu'il est composé d'objets (marchandises, matières, approvisionnements) et d'éléments immatériels représentant des rapports juridiques définis en monnaie (titres, effets, créances, avoirs, espèces). La valeur d'estimation des

¹ Dans l'hypothèse d'un financement étranger, par exemple, ces bénéfices pourraient se substituer aux capitaux empruntés, lors de leur remboursement.

premiers augmente en temps d'inflation, alors que celle des seconds reste égale à leur valeur comptable. Or, du fait de la rotation rapide du capital circulant, les objets matériels auront été renouvelés plusieurs fois durant l'exercice. Ils auront donc été remplacés par d'autres éléments de même nature, mais ayant subi les effets de l'inflation, autrement dit ayant augmenté de prix. Le total du capital circulant apparaissant au bilan sera donc en partie accru.

En ce qui concerne les *fonds propres*, leur nominal ne varie pas du fait de la dévaluation. Toutefois, leur valeur d'estimation s'augmente de la plus-value du capital fixe. Cette affirmation n'est cependant possible qu'après examen des effets de la dévaluation sur les fonds étrangers.

Enfin, les *fonds étrangers*, qui sont exclusivement composés d'engagements libellés en numéraire, suivront fidèlement la valeur de la monnaie qui les exprime. Séparons cependant les capitaux empruntés, dont le montant reste invariable, des autres créances chirographaires. En effet, la somme nominale de ces dernières s'accroît de par leur renouvellement, dans la même proportion que celle des *objets* compris dans le capital circulant (elles en sont du reste la contrepartie). Le montant des fonds étrangers aura donc augmenté au bilan.

En conséquence, et ceci résume ce qui précède, l'expression nominale des rapports dégagés au paragraphe 3 ci-dessus, évolue comme suit :

- I. le taux d'immobilisation relative décroît;
- II. le degré d'autonomie financière marque une augmentation de l'endettement;
- III. l'indice de sécurité demeure inchangé;
- IV. enfin, l'indice de solvabilité reste également invariable, tandis qu'une appréciation plus nuancée de la liquidité montre un gonflement du réalisable à moyen terme, face à une augmentation corrélative de l'exigible à court terme; autrement dit: une tension apparaît dans la trésorerie.

Ces conclusions comptables, ou *nominalistes*, sont en contradiction complète avec celles résultant d'un examen de la *valeur*

réelle des rubriques en cause. Par opposition à ce qui précède, et partant du fait incontestable que les biens matériels conservent mieux la valeur que les comptes ayant pour objet des rapports juridico-économiques définis uniquement par référence à la monnaie, nous constatons ce qui suit :

- I. le taux d'immobilisation relative s'aggrave, car la totalité du capital fixe est en croissance, alors que le capital circulant n'augmente qu'en partie;
- II. le degré d'autonomie financière s'améliore de par la fixité des fonds étrangers, face à la plus-value enregistrée par les fonds propres;
- III. l'indice de sécurité croît aussi, car les fonds propres, en raison de leur faible volume, accusent une progression plus intense que le capital fixe;
- IV. enfin l'indice de solvabilité augmente, puisque le capital circulant est en partie formé de biens matériels, tandis que les fonds étrangers sont uniquement définis en numéraire; toutefois, la remarque faite plus haut ¹ de l'apparition d'une tension de trésorerie, reste toujours valable.

En résumé, les garanties matérielles offertes par l'entreprise aux prêteurs s'améliorent dans leur ensemble, en temps de dévaluation. Ceci ne saurait du reste nous étonner, puisque le patrimoine de ces entreprises ² est surtout composé de biens, dont la valeur augmente avec la hausse des prix, alors que les créances obligataires restent nominalement invariables et se déprécient parallèlement à la dévalorisation du numéraire.

Cependant, par suite des règles légales et comptables en vigueur, très strictes en matière de réévaluation d'actif, et qui sont empreintes de la théorie du nominalisme, cette amélioration des garanties est plus réelle qu'apparente. L'obligataire ne saurait cependant s'en formaliser !

¹ Sous chiffre IV de la série précédente.

² Et, à bien plus forte raison, celui des entreprises industrielles, vu son montant élevé.

§ 9. DÉPRÉCIATION MONÉTAIRE, FONCTIONNEMENT DE L'ENTREPRISE ET CAPITAUX EMPRUNTÉS

Les considérations ci-après complètent, au moyen de vues nouvelles concernant les répercussions de la dépréciation monétaire, les notions développées plus haut (§ 5 à 7) à l'endroit du sort des capitaux empruntés et de leur remboursement.

Etant donné l'optique nominaliste adoptée par l'enregistrement comptable des opérations économiques, les organes de gestion rencontrent, en période de dévaluation, des difficultés à apprécier exactement les transformations de la réalité. Preuve en soient les conclusions contradictoires, formulées au paragraphe précédent, à propos des rapports entre les éléments constitutifs de l'entreprise, selon qu'ils sont envisagés à travers les données comptables, ou estimés à leur valeur réelle. Ces divergences réapparaissent dans l'examen du fonctionnement de l'entité productive, ce qui est grave, car la méconnaissance de ce double aspect des choses peut conduire à des erreurs lourdes de conséquences.

Ainsi, dans le cas particulier du risque subjectif d'exploitation qui affecte le potentiel productif financé par des capitaux empruntés, nous avons vu apparaître une série de causes de dépréciation nécessitant l'adoption de précautions appropriées¹. Il en est résulté une obligation de rajuster la valeur des investissements, ou de reconstituer, renouveler, et moderniser l'équipement. Dans chaque cas, les amortissements et réserves ont été dotés en fonction de la valeur initiale du capital fixe.

Or la dévalorisation monétaire rend ces mesures insuffisantes, car du fait de la hausse des prix, le remplacement du capital fixe nécessitera un nombre d'unités monétaires *plus grand* qu'il n'en a coûté ! En conséquence, le fonds de renouvellement ne peut se borner à reformer uniquement la valeur comptable des investissements. Il doit bien plutôt s'incorporer annuellement une attribution complémentaire destinée à rajuster la valeur nominale des montants

¹ Cf. § 5 ci-dessus.

réservés, puisque ces derniers sont devenus incomplets vu la hausse incessante des biens à racheter.

En conclusion, le risque subjectif s'accroît, en période de dévalorisation monétaire, d'un nouvel élément qui résulte de la disparité ci-dessus apparue, entre la fixité du montant comptable des biens matériels et la valeur croissante de leur coût de remplacement ¹. La sécurité du capital fixe et des capitaux empruntés qui le financent dépendra donc de la régularité avec laquelle le pourcentage normal d'amortissement et de réserves sera adapté à la valeur réelle des investissements.

La charge de ces suppléments n'est toutefois pas assumée par la marge bénéficiaire seule. En effet, la « parcelle de capital fixe consommée », entrant dans la composition du prix de revient, doit être calculée sur la base de la valeur réelle de l'équipement. De la sorte, l'usure se trouve incessamment reconstituée à sa valeur effective, et non à sa valeur nominale seulement. Le nouveau prix augmenté couvrira donc une partie des conséquences directes de la dévalorisation.

Mais sitôt convertie en une expression monétaire (créance ou liquidité) la contre-valeur de l'usure se fixe, nominalement parlant, alors que le coût des investissements (consommés ou non) continue de croître. Pour remédier à cet inconvénient, l'entrepreneur songera évidemment à la convertir en biens matériels. L'équipement étant complet et ne pouvant être renforcé utilement, elle ne trouvera place qu'au sein du capital circulant, sous forme de matières ou autres approvisionnements. La tension de trésorerie évoquée au paragraphe précédent s'accroîtra d'autant, sans compter que la rentabilité sera grevée d'une charge inutile d'intérêts, consécutive au financement onéreux (par emprunt), d'un capital circulant disproportionné.

Malgré cette tension endémique, nous voyons à nouveau s'affirmer les raisons impérieuses qui militent en faveur de la

¹ Cette remarque s'applique aussi bien au capital fixe qu'à la partie matérielle de capital circulant; dans ce dernier cas, elle donne naissance aux provisions de renouvellement du matériel, des matières premières, marchandises, etc.

corrélation des amortissements (si faire se peut, c'est-à-dire si les conditions d'emprunt le permettent, bien entendu).

Cependant la tentation peut être grande de convertir systématiquement en biens matériels la contrepartie des ventes. En effet, le coût des approvisionnements étant en augmentation tandis que le nominal de l'emprunt reste invariable, l'entrepreneur songera au bénéfice occasionnel pouvant résulter de la constitution à tarif réduit de stocks excédentaires. Mais l'espoir d'un profit purement spéculatif introduit dans l'entreprise un élément malsain. Mis à part les impératifs moraux poussant à écarter cette source de rentrées accessoires, retenons surtout que l'économie industrielle n'est pas organisée pour la spéculation. La lourdeur de sa structure économique le lui interdit. De plus si la hausse des prix se ralentit, le bénéfice spéculatif disparaît, alors que les intérêts continuent de s'accumuler sur la totalité des capitaux dont le remboursement aurait été possible. Il faut donc que le profit escompté de la hausse du prix des approvisionnements soit très substantiel et bien assuré, pour que la gestion préfère renoncer à un allègement immédiat des charges et à une amélioration certaine du rendement.

En un mot le risque subjectif d'exploitation, en secteur industriel, est bien assez complexe pour qu'on ne lui adjoigne pas un élément aléatoire de plus. Concluons donc en affirmant que le principe de corrélation des amortissements industriels et financiers reste valable en temps de dépréciation monétaire. Son application stricte, si l'état de la trésorerie le supporte, contribue à renforcer, comme en temps normal, la sécurité générale des capitaux empruntés.

Avant de clore ce sujet, constatons enfin que cette norme procède d'une vertu éthique: grâce à l'accélération de la cadence du remboursement, l'obligataire se trouve, contre toute attente, en mesure d'agir à son gré pour assurer le maintien de la valeur d'achat de ses fonds. Il n'est plus contraint d'assister passivement à la réduction de leur pouvoir libératoire réel. Ainsi l'application de la règle de corrélation adoucit en partie le reproche fait aux emprunts par obligations, d'entraîner des pertes de substance notables au détriment des souscripteurs, sitôt la dépréciation monétaire apparue.

§ 10. L'INDEXATION DES CAPITAUX EMPRUNTÉS
ET SES RÉPERCUSSIONS SUR L'ÉCONOMIE DE L'ENTREPRISE

Le recours aux obligations assorties de clauses d'index entraîne la modification des montants en intérêt servi et en capital remboursé. En principe, ces éléments augmentent en fonction de la dévalorisation du pouvoir d'achat de la monnaie, ou de l'accroissement d'une référence économique ou technique. Selon le genre d'index adopté, la variation se manifeste dans des circonstances différentes, et il y a ainsi lieu de distinguer :

les références monétaires, qui ne jouent qu'en temps d'inflation,
les indices techniques, dépendant d'une production quantitative ou qualitative, sans égard à son prix,
et les index économiques, participations, etc., dont les effets se déploient tant dans un cas que dans l'autre.

De même, les conséquences de l'indexation des capitaux empruntés ne sont pas identiques, pour l'entreprise, si l'index croît en raison de l'inflation, ou du fait d'un développement économique interne.

I. *L'indexation du fonds (capital de l'emprunt).*

A l'encontre de ce que nous avons vu jusqu'à maintenant, les capitaux empruntés se mettent à croître, eux aussi. Leur montant nominal reste identique, cela va sans dire, si bien que l'optique nominaliste de la comptabilité pourrait ignorer le changement survenu, et maintenir ses conclusions au sujet des rapports entre les rubriques du bilan.

Mais de par l'augmentation de la valeur d'estimation (ou de remboursement) de la dette indexée, les plus-values apparaissant à l'actif cessent de se répercuter uniquement sur les fonds propres. Nous pouvons en déduire d'emblée que l'autonomie financière et la liquidité vont en souffrir.

Ce n'est pas tout. Si la dévaluation sévit à une cadence plus rapide que l'entreprise ne peut en assimiler les effets par des ajustements internes, une disparité apparaîtra infailliblement entre les

accroissements de la valeur réelle du patrimoine, et ceux des capitaux empruntés indexés: les fonds étrangers ¹, hypertrophiés par l'effet d'index, empiéteront sur la part des fonds propres. A la limite, leur augmentation dépassera celles du capital fixe et du capital circulant réunis. La sécurité des rapports nés au sein de l'entreprise risque d'être singulièrement compromise si, au point de vue économique, les fonds propres se voyaient purement et simplement annihilés.

Pour éviter que des situations délicates ne résultent d'une pareille exagération des conséquences de l'indexation, la pratique moderne des obligations garanties s'est efforcée de trouver divers palliatifs. Le remède le plus simple réside évidemment dans la compression du recours à cette ressource. Mais si les impératifs du développement industriel ou les exigences du marché des capitaux empêchent l'adoption de cette attitude d'abstention, la solution du problème financier devra être recherchée dans d'autres voies. Nous arrivons ainsi tout naturellement à l'idée soit de simple participation aux résultats, soit de contrôle des effets de l'index, de telle manière que les clauses ne contiennent plus de germes virulents. Plusieurs solutions sont possibles, qui toutes tendent

à modérer l'ampleur de l'indexation (coefficients réducteurs, index moyens, indexation partielle),

ou à en contenir les effets (indexation maximum limitée),

ou enfin à proportionner les conséquences aux possibilités de les supporter (indexation différée, références internes, participation, intéressement),

sans parler des manipulations de l'index ni de la dénonciation au remboursement anticipé.

L'abandon des index monétaires au profit d'intéressements techniques n'est cependant pas sans dangers. Si, dans une économie stable, la production vient à croître dans une proportion inattendue, le risque subsiste que la valorisation de la dette par l'index dépasse

¹ Dont le volume est massif en économie industrielle, rappelons-le.

l'augmentation de la valeur subjective des investissements, consécutive à leur productivité accrue. L'établissement des formules de référence mérite donc une attention soutenue. S'il est évident que l'évolution des éléments constitutifs ne peut être que supputée, à long terme, leur influence sur le développement de l'index devra toutefois être étudiée avec soin, pour éviter que des circonstances imprévues ne conduisent à une impasse.

En somme, il ne suffit pas qu'un index offre la meilleure des protections possibles, mathématiquement parlant. Encore faut-il que ses effets ne mettent pas en cause l'existence de l'entreprise ni le maintien de relations administratives ordonnées. Cette considération fondamentale a conduit nombre d'entités à concevoir des formules prévoyant, dans le meilleur des cas, une progression parallèle des fonds propres et des capitaux empruntés. Les plus-values offertes sont alors moins spectaculaires, mais elles restent économiquement proportionnées aux possibilités effectives de l'entreprise.

II. *L'indexation du revenu (intérêt de l'emprunt).*

Les commentaires ci-dessus s'appliquent également à l'intérêt. En dernière analyse, la charge accrue doit rester en bon rapport avec la marge bénéficiaire brute, pour que ne réapparaisse pas le risque « que le fonds ne serve à payer le revenu » (cf. § 5 ci-dessus). La sécurité du prêt sera donc renforcée par la certitude que le taux des surplus est supportable pour l'entreprise. De la sorte, ces derniers ne mettront pas en cause la santé du capital fixe et de son renouvellement.

III. *Le financement des charges supplémentaires.*

Les principes d'une économie bien comprise exigent que chaque exercice social supporte les frais encourus, ainsi que ceux dont il a déterminé l'apparition future. Si l'année commerciale a vu évoluer la référence, il est donc équitable qu'elle en assume les conséquences, et mette de côté une part appropriée des bénéfices sous forme de provisions. Cette attribution représente la contribution de l'exercice aux surplus ultérieurs, proportionnellement à sa participation ou à sa responsabilité dans leur formation; elle n'est pas une

réserve, mais l'équivalent d'une dette en potentiel, non encore échue. En conséquence, cette provision devra être gérée séparément avec prudence, et conserver une contrepartie active suffisamment liquide pour que le paiement des surplus soit possible sitôt l'échéance apparue. Dans un certain sens, et puisque la référence peut également rétrograder, le caractère de *provision* de ces attributions n'est pas absolu. Elles peuvent sembler être des *réserves*, quoique le recul des indices soit plus facilement concevable en théorie qu'il ne s'observe en pratique.

Mais il ne suffit pas de parler des surplus de capital à rembourser. L'évolution de la référence durant l'exercice détermine également des *surplus de revenu* à payer *au cours des années suivantes*. Les virements au compte de provision devront être augmentés d'autant, en prenant en considération la valeur actuelle de tous les suppléments connus d'avance.

S'il est vrai que l'annuité supportable détermine le volume de l'emprunt et les conditions de remboursement ¹, ces prévisions sont désormais faussées par l'intervention de l'index. Le montant nominal des annuités ira croissant, ce qui contraint l'entreprise à une adaptation corrélative de la liquidité du budget de trésorerie.

Quant au principe de corrélation des amortissements, il s'avère toujours plus efficace du fait que l'accélération du remboursement aide à réduire le volume des suppléments à venir. Cependant, les effets de l'amortissement financier seront ralentis, car ce dernier porte désormais sur un capital de volume accru.

En résumé, l'indexation des capitaux empruntés est saine si l'index est choisi au sein de l'entité économique. Elle sera d'autant plus appréciée si la référence se tient à mi-distance entre les indices monétaires et les intéressements techniques, et qu'elle adopte la forme d'un intéressement économique ou *participation*. Le fardeau nominal et réel demeure ainsi une fonction de l'évolution de l'entreprise, et n'alourdit jamais la charge supplémentaire dans une mesure que l'emprunteur ne puisse supporter. Cette assurance est certainement la meilleure justification possible de la pratique nouvelle.

¹ Cf. § 6 ci-dessus.

CHAPITRE X

L'INDEXATION DES OBLIGATIONS ET LES AUTRES BRANCHES DE LA SCIENCE ÉCONOMIQUE ET SOCIALE

Dans cet ultime chapitre, nous examinons quelques nouveaux aspects de la pratique indexée, envisagée selon le point de vue de diverses branches de la science économique et sociale.

§ 1. LES VALEURS INDEXÉES PARMI LES OBLIGATIONS A REVENU VARIABLE ¹ ²

Dans notre étude de l'intérêt (chap. II, § 7, lit. A), nous avons incidemment signalé les *taux variables*. Ceux-ci se rencontrent depuis assez longtemps ³, et se caractérisent par le fait que le montant du revenu n'est jamais connu d'avance avec précision. Cette restriction exclut évidemment le cas des emprunts dont les conditions de souscription stipulaient un intérêt variable, qu'il croisse avec l'allongement du terme, décroisse avec les années, ou passe successivement par des niveaux différents, conformément à quelque clause *ad hoc*. Il va de soi que les lots ne sont pas repris non plus sous cette rubrique. Ainsi précisée, l'obligation à revenu variable se rencontre dans diverses circonstances particulières.

En premier lieu, si l'emprunteur trouve des capitaux à meilleur compte, et propose aux anciens obligataires une réduction de taux plutôt que de rembourser les titres par anticipation, l'intérêt se

¹ K. ZELTNER, *Die Anleiheobligationen der Handelsgesellschaften nach schweizerischem, italienischem und französischem Recht*. Thèse, Bâle, 1940, pp. 82 et suivantes.

² J. HUPPI, *Die Beschlüsse der Anleihegläubigerversammlung*. Thèse, Fribourg, 1950 (Saint-Gall, 1953).

³ Seconde moitié du siècle dernier.

modifie effectivement. Mais les porteurs ne pourront vraisemblablement pas s'entendre sur l'opportunité de céder, et se cramponneront à leurs conditions plus favorables. Il est ainsi fort à craindre que cette éventualité ne dépasse pas le stade d'un cas théorique, et que seul le remboursement anticipé puisse résoudre le problème. Le caractère d'emprunt à revenu variable est ici discutable, d'autant plus que de telles conversions impliquent généralement une substitution des titres. Enfin qui dit varier sous-entend « changer plus ou moins fréquemment » (et non pas une seule fois et dans un seul sens).

En second lieu, lorsque le débiteur se trouve en difficultés financières, consécutives à une disparité accidentelle entre ses charges et les éléments de son revenu, il fait parfois appel à la mansuétude et au bon sens commercial des bailleurs de capitaux. Il cherche à leur faire saisir la gravité de la position dans laquelle il se trouve acculé, et à obtenir d'eux un répit momentané pour reprendre souffle, plutôt que de perdre définitivement pied en leur causant à chacun des dommages réels. Dans le cadre d'une suspension provisoire du service de la dette, il sera stipulé, par exemple :

- que les intérêts cessent d'être exigibles pendant quelques exercices, et s'accumulent en compte, pour être réglés ultérieurement ;
 - que leur taux se réduit, avec ou sans droit postérieur à restitution de la différence ;
 - ou que les obligations cessent même de porter intérêt durant une période déterminée ;
- et cela sous la réserve subsidiaire d'une limitation de ces faveurs, en cas d'assainissement plus rapide que prévu.

Troisième éventualité : après la suspension, le moratoire temporaire, sans aller toutefois jusqu'à la répudiation. Le paiement de l'intérêt ne pouvant plus être régulièrement assumé, on convient d'un *modus vivendi*. On envisage : son annulation (modification unique), ou sa réduction définitive (*idem*), ou sa dépendance des possibilités financières de l'emprunteur, des résultats d'exercice, ou du bénéfice réalisé — voilà les vraies obligations à revenu variable apparues —. Le tout avec ou sans cumul de l'arriéré.

Quatrièmement: la dette est répudiée, en partie ou en totalité. Le revenu varie encore, en chiffre relatif cette fois, si une décision de réduire le principal se double d'un maintien intégral du revenu, dont le taux s'accroît en conséquence.

Obligations variables encore, lorsque l'emprunteur a jugé bon, pour des raisons quelconques — vraisemblablement d'ordre financier avant tout — d'intéresser les prêteurs au sort de son entreprise. Pour ce faire, il leur offre à titre de revenu total, partiel, ou supplémentaire, l'un des avantages ci-après:

- une participation dans ses bénéfices,
- ou un taux fonction du profit (net, brut, ...)
- ou un intérêt dépendant de l'évolution des recettes (ou de tout autre élément économique)
- ou se modifiant à raison des variations d'un indice (*interne* de préférence).

Dernière éventualité: un emprunt dont le capital est seul indexé, tandis que le revenu demeure nominalement fixe. Le taux est alors variable en fonction des changements de l'indice de référence déformant le montant du principal.

En résumé, ces circonstances diverses se ramènent à deux cas-types précis, où la stipulation du *revenu variable* a pour but:

- soit de sauvegarder l'emprunteur,
- soit de protéger ou de séduire le prêteur.

L'examen de ces variantes fait l'objet des trois paragraphes suivants.

§ 2. DÉFENSE DE L'EMPRUNTEUR PAR LES OBLIGATIONS A REVENU VARIABLE

Notre Code des obligations prévoyait au titre trente-quatrième, chapitre II, article 1173:

« L'assentiment de créanciers représentant les trois quarts au moins du capital en circulation ¹ est nécessaire pour que des décisions valables puissent être prises sur les objets suivants :

- 1^o L'ajournement du paiement d'intérêts pour cinq années au plus, avec possibilité de prolongation pour une nouvelle période de cinq années au maximum;
- 2^o La remise d'intérêts pour cinq années au plus, comprises dans une période de sept ans ²;
- 3^o La réduction du taux de l'intérêt jusqu'à la moitié du taux stipulé dans le contrat d'emprunt ou le remplacement d'un intérêt fixe par un intérêt variable ³ dépendant du résultat des affaires, dans les deux cas pour dix années au plus;

...

...

- 9^o La conversion d'obligations de l'emprunt ou de fractions de celles-ci en actions ⁴. »

Ce dispositif n'est jamais entré en vigueur, et a fait place aux prescriptions de la « Loi fédérale du 1^{er} avril 1949 modifiant les dispositions du code des obligations sur la communauté des créanciers dans les emprunts par obligations ».

Art. 1170:

« Une majorité des deux tiers au moins du capital en circulation ⁵ est nécessaire pour que des décisions valables puissent être prises sur les objets suivants :

¹ Art. 1170- ... Les obligations appartenant au débiteur n'entrent pas en ligne de compte pour le calcul de ce capital.

² La remise des intérêts peut s'appliquer tant aux intérêts échus qu'aux intérêts à échoir.

³ La stipulation d'un intérêt variable doit être précisée par la fixation d'un taux maximum et complétée, le cas échéant, par une clause prévoyant le cumul des intérêts.

⁴ Pour de plus amples concessions, l'unanimité (!) est alors requise.

⁵ Art. 1167: ... Les obligations dont le débiteur est propriétaire ou usufruitier ne confèrent pas le droit de vote... — Art. 1172: Les obligations qui ne confèrent pas le droit de vote n'entrent pas en ligne de compte pour le calcul du capital en circulation...

- 1^o L'ajournement du paiement d'intérêts pour cinq années au plus, avec possibilité de prolongation pour deux nouvelles périodes de cinq années au maximum;
- 2^o La remise d'intérêts pour cinq années au plus, comprises dans une période de sept ans ¹;
- 3^o La réduction du taux de l'intérêt jusqu'à la moitié du taux stipulé dans les conditions de l'emprunt ou le remplacement d'un intérêt fixe par un intérêt dépendant du résultat des affaires ², dans les deux cas pour dix années au plus, avec possibilité de prolongation pour cinq ans au plus;
- ...
- ...
- 9^o L'approbation de la conversion totale ou partielle d'obligations de l'emprunt en actions.

Ces mesures peuvent être combinées ³. »

La lecture de ces extraits donne immédiatement à penser que leur rédaction a été inspirée par la situation financière délicate de certaines entités, dont le *service de la dette* obérait les comptes à tel point que toute rentabilité disparaissait hormis les périodes de grande prospérité. Il a dû ne pas sembler absolument équitable que pour satisfaire les droits légitimes de prêteurs ne voulant en tout cas rien hasarder, les entrepreneurs, chargés du fardeau de la gestion, apportant capital, ingéniosité, savoir-faire et initiative, se voient constamment menacés dans l'existence économique de leur création ⁴ par les accessoires d'emprunts destinés à l'investissement financier ⁵.

Aussi a-t-on jugé opportun de donner une base légale aux possibilités d'entente entre prêteurs et emprunteurs, en suggérant des modalités de réduction du taux, et de suspension des paiements

¹ Voir note 2, page précédente.

² Voir note 1 ci-dessus.

³ Voir note 2, page précédente.

⁴ Risque qui se reporte sur les bénéficiaires et usagers de leurs produits ou services.

⁵ Peu importe qu'ils aient été contractés à la fondation, à l'occasion d'extensions, ou en période de difficultés.

réguliers de l'intérêt aussi bien que du capital à rembourser. Il reste entendu que ces mesures sont temporaires, et que le service normal de la dette sera repris ultérieurement, sitôt la situation rétablie, avec restitution de l'arriéré si possible (intérêts éventuellement cumulatifs) ¹.

Poursuivant dans cette voie de protection de l'emprunteur, qui a simultanément le mérite d'exercer une activité d'utilité publique, ou tout au moins d'intérêt général, dans une branche très sensible à la conjoncture, on en arrive à faire dépendre le taux du revenu, puis même son existence, et enfin celle des remboursements en capital, de l'aisance offerte par les résultats d'entreprise (sous réserve de l'accord des obligataires à la majorité des $\frac{2}{3}$). L'obligation, du point de vue du revenu, se rapproche dès lors de l'action privilégiée: bien que son porteur demeure exclusivement un créancier, sans aucune participation à la gestion, il ne se verra cependant rémunéré, par priorité sur le capital-actions, *que* si les bénéfices sociaux le permettent.

Dans cet ordre d'idées et bien avant la promulgation des textes reproduits plus haut, de nombreux cas pratiques se rencontrèrent en Suisse, particulièrement durant les années 1914-18 puis 1920 à 1935, dans deux branches économiques particulièrement sensibles à la conjoncture: les chemins de fer de montagne, et l'hôtellerie.

Nous ne nous étendrons pas davantage sur cet aspect de la rémunération conditionnelle des fonds empruntés, qui conduit à la notion non encore codifiée du *capital de dotation*, fonds que l'entreprise ou la régie bénéficiaires ont à cœur de rétribuer décemment, sans cependant être contraintes de le faire sans appel. La mise en application d'un tel système, symptôme d'un état de crise plus ou moins déclarée, coïncide très souvent avec des mesures plus sévères de réorganisation administrative, d'assainissement financier, et de mise au net de situations économiques délicates.

Dans ces obligations à revenu variable, ce n'est plus le taux de l'intérêt qui est indexé, mais bien plutôt son existence même.

¹ L'accumulation de dettes anciennes risque cependant d'occasionner la répétition des mêmes inconvénients.

§ 3. LES OBLIGATIONS A REVENU VARIABLE ET LE PRÊTEUR

Dans les chapitres précédents, nous avons surtout insisté sur la protection anti-inflationniste offerte par les obligations indexées. Mais l'indexation connaît aussi des aspects purement économiques, lorsqu'elle est utilisée à des fins offensives de conquête du prêteur (cf. chap. VIII, § 10).

Ainsi, des sociétés peu connues offrent des obligations comportant, en plus d'un rendement adapté à l'état du marché des capitaux, des avantages supplémentaires proportionnés aux résultats, au mouvement des affaires, ou au succès de l'entreprise. Économiquement parlant, la charge d'intérêt fixe est évidemment connue, et la *surcharge* n'intervient que si les comptes font état d'une aisance suffisante. Sous l'angle psychologique, le prêteur a beaucoup à gagner pour un faible accroissement des risques.

Le contraire se conçoit aussi: une entreprise bien cotée émet un emprunt dont l'intérêt est assorti d'une part complémentaire variable, cette dernière étant destinée à compenser éventuellement un taux fixe inférieur de $\frac{1}{4}$, $\frac{1}{2}$, voire 1 % à celui du marché. Mais du fait qu'elle semble être sur la voie de la prospérité, l'entité supposée sera redevable, par la suite, en toute certitude, d'annuités de plus en plus élevées. Le succès économique entraînera le paiement d'un sur-intérêt dépassant certainement la réduction des charges consécutive au taux d'intérêt fixe moins élevé ¹.

Cette dernière éventualité nous incite à tracer encore quelques lignes au sujet des obligations convertibles. Au moyen de ces titres, examinés au paragraphe 3 du chapitre VI, le prêteur qui fait usage de son droit à la conversion acquiert une part sociale et devient actionnaire, au lieu de rester un créancier-obligataire. Nous pouvons parler dans ce cas d'obligations à... capital variable. Toutefois, nous ne poursuivrons pas sur cette traverse, qui mène à un domaine très vaste aussi, bien qu'il soit encore inexploité

¹ Des raisons d'ordre vraisemblablement fiscal motivent l'apparition de situations aussi paradoxales; mais dans ces cas précis, l'entreprise qui s'engage de payer à coup sûr des intérêts croissants réserve à ses actionnaires le droit de souscrire des titres aussi avantageux.

dans nombre de pays. Théoriquement possible, cette ressource n'est cependant pas d'emploi aisé, en raison primordiale des règles juridiques fixant la rigidité du capital social en droit européen. Par contre, son développement extraordinaire en Amérique du Nord ¹ nous prouve que le problème de l'indexation, apparemment inconnu dans le domaine des placements à revenu fixe, a tout de même trouvé une solution empirique Outre-Atlantique. Cette dernière ne présente cependant pas le caractère de lutte contre l'amenuisement du pouvoir d'achat monétaire, à l'encontre des procédés adoptés en Europe et surtout en France.

§ 4. EMPRUNTS INDEXÉS ET CONJONCTURE ÉCONOMIQUE

Une appréciation générale de la pratique indexée nous incite à formuler une première réserve: la période envisagée (1945-1956) ne fournit pas, dans le pays d'élection des emprunts indexés, que des exemples de prêts munis de clauses de référence. Bien au contraire, une masse *énorme* d'émissions — nous insistons encore sur l'adjectif — ont vu le jour, qui toutes s'inscrivent intégralement dans le cadre des emprunts-obligations ordinaires.

Néanmoins, dès juillet 1946, le marché français des valeurs à revenu fixe présentait deux caractéristiques défavorables, savoir:

la difficulté de placement des émissions nouvelles, et
l'existence d'un excédent d'offres pesant sur les cours ².

Cette tendance se maintint au courant des années suivantes, et en 1953 la constatation était renouvelée que...

« Dans presque tous les secteurs de l'économie, il existe une disproportion entre le volume des investissements à réaliser, et celui des moyens de financement » ³.

Cet extrait significatif se passe de commentaires !

¹ Le droit américain ne promulgue la rigidité que du montant maximum total du capital social.

² *Statistiques et études financières* — Supplément, statistiques, nos 11-12. Paris, 1951, pp. 94 et 95.

³ « Exposé des motifs du décret n° 53-710 du 9 août 1953, portant création de Commissions départementales d'investissement », *J. O.*, n° 187, du 10 août 1953, p. 7054, 1^{er} alinéa.

La solution des problèmes financiers fut donc recherchée dans l'adoption sporadique, puis de plus en plus fréquente, sans cependant devenir systématique, de formes plus intéressantes. En plus des appâts indexés, on prévoit accessoirement, dans le cadre d'une politique financière sociale incluant une aide aux épargnants, la libération des souscriptions, partie en numéraire, partie en valeurs plus anciennes et moins bien munies d'avantages spéciaux, qu'il s'agisse du taux d'intérêt, des exonérations fiscales ou de l'époque de remboursement ¹.

La spéculation s'en mêla immédiatement, recherchant bonus et agios. Nombre de trésoreries se tendirent sitôt que les fonds de roulement s'investirent en ces titres nouveaux, dans l'intention de gagner rapidement des primes, et non d'effectuer des placements à long terme. Des ventes suivirent peu après, qui pesèrent à nouveau sur la tenue des valeurs et sur les possibilités de lancement d'émissions nouvelles.

Or les services nationaux, les entreprises mixtes, aussi bien que les établissements privés, recherchaient définitivement des prêteurs à long terme. Il leur fallut donc mieux viser le public épargnant, pour ne pas atteindre surtout les milieux d'affaires aux fonds trop mobiles. Une véritable croisade fut déclenchée pour conquérir le petit épargnant. Celui-ci était devenu thésauriseur, car le souci de la conservation du pouvoir d'achat des fonds avait remplacé celui de tirer un parti avantageux de leur placement. Ce grand effort atteignit ses objectifs malgré une situation de fait beaucoup plus complexe que le cadre du présent exposé ne nous permet de l'esquisser : nous en sommes au choc psychologique de l'Emprunt 3½ % à capital garanti de 1952 ². On vit alors la renaissance du mouvement d'épargne, ou plutôt le renouveau de son placement en investissements productifs, par le truchement des prêts (car elle n'avait jamais cessé d'exister).

¹ Il s'agit d'une forme de conversion, donc de reprise de titres, entraînant un soutien de cours ; il en résulte un renforcement passager du crédit public, facteur favorable qui améliore les chances de succès des nouvelles émissions.

² Cf. Annexe, spécimen n° X, puis *Statistiques et études financières*, n° 51. Paris, 1953, pp. 177 à 198.

Dans l'entre-temps, les conditions économiques générales évoluèrent: le calme revint provisoirement sur le marché monétaire, la devise fut temporairement stabilisée. L'épargne cessa dès lors de boudier les placements, et l'examen des émissions obligataires montre un pourcentage toujours plus faible d'emprunts indexés. Leur persistance laisse supposer, tout à la fois, aussi bien un souci d'assurer les prêteurs contre les vicissitudes monétaires d'un avenir toujours incertain, qu'une tendance simultanée à les intéresser au sort de la firme à laquelle ils ont confié leurs fonds. Mais que penser des intentions d'emprunteurs qui, pour 15 ans de terme en moyenne, offrent une aussi belle garantie moyennant un taux fixe réduit de 1 % au maximum ? Comptent-ils vraiment sur la persistance de la stabilisation qui annihile les mouvements d'index, pour économiser annuellement $\frac{1}{5}$ au plus de la charge d'intérêt ? Est-ce là une preuve de confiance en la stabilité du pouvoir d'achat de la devise, que cette absence de crainte d'indexer des dettes à long terme ? Ou les emprunteurs suivent-ils un mouvement d'époque, une mode sociale, une tendance financière conforme aux courants de *démocratisation de l'économie*, en opposition partielle au nominalisme intégral ? Indexent-ils enfin leurs emprunts dans l'unique intention de les voir certainement souscrits en totalité ?

La clé de l'énigme nous est donnée par le fait que la plupart des émissions indexées sont très massives, et qu'elles émanent d'entités où les fonds propres sont de volume fort modique par rapport à celui des investissements totaux.

Commentons ici, à propos d'émissions massives, les résultats de l'Emprunt national 1956 ¹. Les prévisions les plus optimistes, qui percent dans les textes législatifs lui ayant donné corps, escomptaient un rendement de 150 milliards de francs (français) en six semaines. Or c'est bel et bien 320 milliards que la formule offerte réussit à rassembler, malgré une clôture brusquée du délai de souscription, trois semaines et demie après le lancement ².

Nous pouvons en déduire que l'indexation des obligations est un avantage tellement important, aux yeux des détenteurs de

¹ Cf. Annexe, spécimen n° XXVI.

² Cf. *J. O.*, n° 229, des 1-2 octobre 1956, p. 9336.

fonds, qu'elle peut arriver à redresser des tendances dépressives : elle a réussi, il y a quelques années, à dégeler l'épargne retenue par la crainte de dévalorisation, et, tout récemment, elle a combattu victorieusement certains courants abstentionnistes d'origine politique.

Encore faut-il que l'emprunteur ait évidemment su offrir un indice à la fois supportable pour lui, et apparemment efficace pour le prêteur. Car ce n'est pas à la demande expresse de garanties que les conditions d'emprunt évoluent dans le sens de l'indexation des obligations, mais uniquement en raison de l'absence éloquente d'offre de capitaux. Il faut de plus tenir compte de la psychologie du public souscripteur, qui préfère les perspectives modérées de conditions présentées simplement, à des garanties plus efficaces, mais dont il ne saisit pas d'emblée l'ampleur ou le mécanisme.

Ces diverses remarques corroborent les constatations faites à plusieurs reprises, que les emprunts indexés avaient seuls pu assurer la continuité du financement des programmes de développement économique nécessitant de très vastes investissements productifs. Leur importance mérite d'être reconnue, conjointement avec celle de leur influence dans une politique financière concertée.

§ 5. EMPRUNTS INDEXÉS ET ÉCONOMIE POLITIQUE CONTEMPORAINE

L'économie moderne est caractérisée par l'apparition de nombreux groupements. De par leur importance, ces derniers ont pris rang parmi les faits économiques. La durée de leur existence leur confère un droit de cité, et leur ancienneté une place de choix : celle de premier occupant. Sitôt après avoir pris corps, ces divers groupes intervinrent chacun dans un sens précis de tout le poids de leur masse, en donnant naissance à de très nombreuses conventions dites collectives. Les unes établissent le droit au travail, la liberté d'association. Dans un domaine plus proche de celui qui nous intéresse, d'autres déterminent le minimum vital, de même que le salaire réel garanti.

Pour éviter d'incessantes remises en discussion, il fut décidé que la détermination des éléments économiques de ces contrats serait

fonction de l'évolution du pouvoir d'achat de la monnaie, par le moyen de clauses d'échelle mobile. L'adaptation automatique est ainsi réalisée, de façon continue ou par paliers, grâce au choix d'une référence prise parmi les index économiques. Ces questions d'actualité sont trop connues pour que nous insistions sur leur détail. Elles sont en outre singulièrement voisines de celles traitées dans notre travail.

Mais que devient la foule des prêteurs, face à cette évolution ? Leur tendance au groupement est certaine. Elle s'affirme par la constitution systématique de communautés d'obligataires, organisées sitôt l'émission souscrite. Mais leur importance reste locale tant que les prêteurs ne recherchent pas un soutien plus efficace dans l'union régionale, puis dans la fédération sur le plan national. Cette solution est la seule qui puisse engendrer une force nouvelle, chargée de représenter leurs intérêts légitimes dans l'équation de l'économie nationale. Mais d'ici à voir les prêteurs intervenir en tant que masse organisée, un pas reste encore à faire, et il est de taille ! Cependant, il ne semble pas hors de propos de songer dès à présent à des syndicats d'obligataires (ou de rentiers, aussi bien que de pensionnés ou d'assurés), qui auraient leur mot à dire lors de la détermination des tendances de l'économie générale, et feraient valoir leurs droits à l'instar des autres *masses*. Par leur influence et leur rayonnement, ils participeraient aussi à l'élaboration des conceptions de la fonction de chacun, du contenu des concepts généraux, et de la définition de la raison d'Etat ou de l'ordre public. Voici encore une de ces tendances nouvelles à la démocratisation de l'économie, et non pas seulement à sa socialisation.

Jusque dans un passé récent, les obligations, rentes, et autres valeurs à revenu fixe, étaient considérées par tradition comme des facteurs exclusivement inertes, ralentissant les hausses et absorbant l'accélération du multiplicateur inflationniste¹. Cette façon de voir est-elle juste ? oui... si l'économie accepte de contraindre régulièrement à des sacrifices une même classe particulière, pour

¹ Il en fut ainsi des salaires tant que les forces ouvrières ne s'étaient pas groupées pour conquérir les « adaptations automatiques ».

le soulagement ou le bien-être de la communauté ¹. Remarquons, après J. MARCHAL ², que ce sacrifice n'est pas uniquement propre aux obligataires ou prêteurs, mais à tous ceux qui restent *isolés* dans l'économie moderne. Le droit de premier occupant évoqué plus haut se trouve ainsi renforcé, car en amenuisant les créances d'argent en général et la dette publique en particulier, le système en vigueur décharge l'Etat (et les contribuables) d'un lourd fardeau financier, au seul détriment des porteurs de titres de prêt.

Mais qui sont ces porteurs ? Les simplifications abusives auxquelles certains raisonnements démagogiques ont recours pourraient faire répondre : les capitalistes. S'il est vrai que ces derniers n'ont pas la faveur de la politique économique moderne, ils ne sont cependant pas seuls en cause dans le cas présent. Sans nous perdre dans les analyses théoriques de la formation de l'épargne, nous dirons que le revenu du travail — lequel est tout particulièrement digne de considération de nos jours, en raison d'une attitude d'époque issue de mouvements politiques — s'accumule dès qu'un « standing » minimum a été dépassé, et se place ensuite sous forme de prêts. Serait-il équitable qu'il perde alors, de par cette seule transformation, le droit qu'il s'est acquis précédemment à une protection contre l'avilissement de sa définition numérique par référence à la monnaie ? Et quelle raison pourrait motiver tel traitement défavorable ?

Vu sous cet angle — qui dissocie le salarié-épargnant du capitaliste — le nominalisme monétaire intégral et sans correctif, dans les contrats de prêt à long terme, conduit à des conclusions nouvelles. Face aux effets indirects mais efficaces du principe nominaliste, dans la lutte contre le capitalisme privé, ces vues nouvelles pourraient fort bien être à l'origine — lointaine, nous le craignons — de la reconnaissance du droit à « un capital et un revenu du capital garantis », ou, de façon plus limitée, à un simple « minimum garanti de fortune indexée ».

¹ Cf. chapitre premier, § 5, puis chapitre IV, §§ 2 et 3.

² *Op. cité.*

§ 6. EMPRUNTS INDEXÉS ET ÉCONOMIE NATIONALE

Il est indéniable que les emprunts munis de clauses d'index (insistons sur la nécessité de déterminer avec précision les effets matériels des références et l'importance relative des plus-values) représentent un facteur inflationniste de plus. Ce dernier ne se définit pas dans le sens d'une création de revenus nouveaux, mais dans celui d'une redistribution ou d'un déplacement de certains d'entre eux. Or ce transfert défavorise les entités productrices, qui les accumulaient, et avantage d'autres secteurs où la propension à consommer est plus importante. Nous nous expliquons :

d'une part, les charges des emprunteurs et leur importance dans la détermination des coûts vont en croissant, en chiffres absolus tout au moins, et indépendamment du fait qu'elles sont couvertes par des éléments comptables en progrès plus accentué ;

d'un autre côté, et avec un léger décalage consécutif au paiement des intérêts à terme échu, le montant du revenu des prêteurs s'accroît des effets de l'index ;

en conséquence, le recours aux valeurs indexées donne à la demande de biens une impulsion nouvelle, qui contribue à la hausse des prix et à l'accélération du mouvement inflationniste.

Avant de nous livrer à d'autres considérations, ramenons toutefois l'importance du nouveau facteur à de justes proportions. Quel est le volume exact des émissions indexées ? Et quel est-il, par rapport à la masse des emprunts obligataires anciens, placés à des conditions traditionnelles, auxquels se sont joints ceux lancés durant les deux derniers lustres ?

Bien que nous ne nous soyons pas livré à une étude statistique des deux cent et quelques émissions indexées repérées en France¹, le dépouillement des publications officielles parues depuis la guerre nous a toutefois montré que parmi les emprunts nouveaux, il n'en est pas un sur vingt qui soit muni d'une clause d'index ou d'intéres-

¹ Chapitre VI, § 10.

sement. Sur la base d'indications recueillies lors de la recherche de spécimens, nous pouvons chiffrer leur montant global approximatif à 1000 milliards de francs français, alors que la totalité des emprunts anciens et nouveaux atteint une somme beaucoup plus élevée. Pour fixer les idées, nous parlerons d'un rapport de grandeur de 1 à 50 quoique cette norme, déjà bien faible, dépasse vraisemblablement encore ce que révélerait un recensement exact. L'importance des emprunts indexés est donc actuellement extrêmement faible. Répétons enfin, après l'énoncé de cette appréciation, qu'aucune des formules de référence rencontrée n'offre de protection atteignant à la perfection théorique. Ceci réduit d'autant le côté *inflationniste* du facteur en cause !

En conséquence, si le revenu des titres indexés, qui croît à raison d'environ 15% par an¹, ne représente que $\frac{1}{50}$ du revenu total des placements obligataires, la masse de ce dernier augmente de ce fait de 0,3% par an. Or il n'est même pas certain que la totalité de ce supplément aille grossir la demande globale. La pression inflationniste réelle due aux valeurs indexées est donc bien minime.

Néanmoins, l'intérêt théorique de la question, ses aspects nouveaux, son actualité, et surtout la masse impressionnante de quelques émissions particulières², ont soulevé des objections dans certains milieux, des craintes et des critiques dans d'autres, sans atteindre toutefois le stade d'une véritable lutte contre les emprunts indexés naissants. Nous en trouvons un écho en 1950 déjà, dans l'ouvrage publié à Paris par J.-G. MÉRIGOT et P. COULBOIS: *Le franc 1938-1950* (pages 164 à 168).

Outre l'importance relativement modeste des valeurs indexées, dont on parle beaucoup plus qu'on n'use, précisons encore qu'après certain succès d'actualité, leur emploi se restreint, en dépit des prévisions trop hâtives d'une généralisation rapide, fondée sur

¹ Ce taux très approximatif correspond à l'augmentation moyenne, durant les années 1950-55, de l'indice des valeurs françaises à revenu indexé du secteur industriel public, publié par l'Institut national de la Statistique et des Etudes économiques, à Paris. (Cf. *Statistiques et Etudes financières*, op. cité.)

² Près de 100 milliards pour la Caisse nationale de l'Energie; plus de 400 milliards pour l'« emprunt Pinay », et tout récemment 320 milliards pour l'« emprunt Ramadier ».

leurs attraits particuliers. En somme, les emprunts indexés ont bien servi l'économie nationale durant certaines périodes de pénurie, lorsqu'il fallut dégeler les capitaux et séduire l'épargnant. Une fois le goulot d'étranglement passé et la psychose de nouvelle catastrophe monétaire écartée, cette solution de secours peut retourner pour quelques temps à l'arsenal des mesures d'exception. La réapparition d'une plus grande liquidité, agissant sur la loi de l'offre, fit retirer du marché, à quelques exceptions près, cette pratique peu courante et plus onéreuse par essence. « Konjunktur-obligationen » ! nous l'avons déjà écrit à une autre occasion.

§ 7. OBLIGATIONS INDEXÉES, ÉCONOMIE POLITIQUE ET ÉQUITÉ SOCIALE

Nous venons de voir que l'apparition des emprunts indexés concourt, si leur pratique se généralise, à faire disparaître une de ces classes d'éléments isolés et inertes, poids morts freinant habituellement les hausses et inhibant l'expansion inflationniste. Bien que le recours à ces obligations améliorées n'ait pas tendance à se développer outre mesure, un risque subsiste à longue échéance. Il s'agit du renversement éventuel du courant qui étendit à d'autres secteurs économiques le bénéfice des références indexées mises à la mode par la pratique salariale.

Or, l'argument qui propose d'éviter la disparition complète des facteurs isolés astreints à rompre l'enchaînement des hausses automatiques et interdépendantes, est-il équitable ? Ne risque-t-il pas, ainsi crûment formulé, de piquer au vif les derniers isolés et de les pousser à s'unir hâtivement en quelque masse nouvelle devant faire contrepoids aux forces annihilantes ? Face à un système monétaire déréglé, ayant lui-même contribué à la formation de masses organisées, il serait en tout cas étrange que certains groupes aient le droit d'agencer leurs facteurs propres en raison des défauts reconnus, tandis que cette même faculté serait contestée à d'autres. Et ces derniers, par coïncidence, sont précisément ceux qui ne se sont pas encore réunis en masses organisées.

Il est tout aussi singulier, du point de vue de l'équité, que l'expression monétaire des biens fonciers et immobiliers, des placements à rendement variable et des salaires, suive le multiplicateur inflationniste dans son expansion, alors que le nominal des titres à revenu fixe ne le peut pas. Autrement dit, pourquoi étendre l'inconvénient dont est entaché le papier-monnaie aux placements obligataires, hypothécaires, rentes, viagers et assurances, à l'exclusion des autres formes de valeurs ! La chute du pouvoir d'achat monétaire signifiant en somme la diminution incessante de l'unité de mesure pour certaines catégories seulement, il semble équitable qu'elles cherchent à en pallier les effets, qui bouleversent les définitions et transforment par exemple les titres à revenu apparemment fixe en valeurs à revenu effectivement variable (uniquement décroissant).

D'un autre côté, si l'on en arrive à concevoir le sacrifice d'une classe particulière (celle des porteurs de titres de la Dette) à l'intérêt national, est-il normal qu'une autre portion d'obligataires — les souscripteurs d'émissions privées — soit également sacrifiée ? et le soit au profit des emprunteurs privés, et non à celui de la collectivité ?

Si la nécessité pratique d'éviter une discrimination malvenue entre titres privés et fonds d'Etat préconise une réponse affirmative à cette question, il est évident que le produit du sacrifice des porteurs d'obligations privées devrait revenir de droit à l'Etat (au nom duquel on invoque la justification du procédé). Ce but n'a pas encore été atteint, ni même recherché. Nous pourrions en déduire que seules les émissions du secteur privé justifient la présence d'une indexation ¹.

Dans le même ordre d'idées, l'indexation (même imparfaite) enlève aux effets de la dévaluation leur caractère d'exaction et soulage simultanément la conscience des emprunteurs bénéficiant de surplus. Bien mieux : par ce moyen, ils *partagent* avec les prêteurs les différences que la dévalorisation monétaire fait apparaître (au profit exclusif des uns et au détriment systématique des autres,

¹ Malgré cette dernière leurs auteurs continueront à profiter en partie de la dévalorisation, puisque les clauses d'index ne restituent jamais la totalité de la différence.

en temps ordinaire). C'est en somme ce qui se dégage de l'expression en fonction de laquelle est calculée la prime d'intéressement des obligations de la Société anonyme des entreprises A. Monod ¹, qui comportent un indice presque parfait et une indexation irréprochable :

$$I = I_0 (\boxed{0,50} + 0,20 \frac{M}{M_0} + 0,20 \frac{A}{A_0} + 0,10 \frac{C}{C_0})$$

Dans la détermination du coefficient de majoration, les variables, fonctions de prix, n'interviennent *que pour moitié*. Les emprunteurs compensent donc à demi les effets de la hausse intégrale des prix.

De même, dans le cas de la Caisse foncière de crédit pour l'amélioration du logement dans l'industrie ². L'index est excellent (indice du coût de la construction) et l'indexation, un tant soit peu différée (moyenne des quatre derniers trimestres) s'applique tant au capital qu'à l'intérêt « à raison de 50 % de l'accroissement de l'indice ».

En conclusion, dans des cas de ce genre, les inconvénients financiers du nominalisme monétaire apparaissant en période d'inflation ne se trouvent plus à la charge du porteur seul. Ils ne sont pas reportés en totalité sur le débiteur, mais se trouvent supportés en commun par les contractants, selon les modalités fixées par la clé d'indexation. Cette manifestation évidente d'une plus grande compréhension des besoins du prêteur, est le signe d'une meilleure entente entre les parties, dans le domaine des prêts de capitaux.

Il reste encore à savoir si le milieu politico-économique ambiant, qui a entériné tant d'arrangements collectifs prévoyant l'ajustement automatique de prix et de valeurs définis par référence au pouvoir d'achat de leur expression monétaire, acceptera que les emprunteurs concèdent systématiquement le bénéfice de l'indexation aux obligataires. Agréera-t-il le rassemblement des porteurs et autres victimes précédemment isolées ? Admettra-t-il la dispa-

¹ Cf. Annexe, spécimen n° XI. L'émission a été réservée à un groupe de neuf compagnies d'assurance, avec les techniciens desquelles la formule a vraisemblablement été mise au point.

² Cf. Annexe, spécimen n° XXI.

rition corrélative de facteurs d'absorption des mouvements cycliques, et l'apparition de cette force nouvelle, candidate elle aussi à la protection par clauses d'échelle mobile ?

Un esprit corporatiste cherchera vraisemblablement à s'opposer à une telle tendance. Il n'aura très probablement pas à intervenir de façon active, car l'abondance revenue des fonds à placer éloigne la perspective d'une offre générale de garanties par index.

§ 8. EMPRUNTS INDEXÉS ET POLITIQUE ÉCONOMIQUE

La science morale la plus en vogue de notre temps, la psychologie, nous découvre des aspects défavorables à l'avènement de la pratique indexée. Le fait de rappeler sans cesse la protection — par indice — contre une faiblesse toujours possible de la devise, remet continuellement en mémoire le danger nominaliste et la dévalorisation. Ceci ne va pas sans donner naissance à un climat de doute et de défiance, qui rend plus sensible la possibilité de dévaluation, et plus proche la réalisation de sa menace. L'indexation des valeurs à revenus précédemment fixes joue de ce fait un rôle de perpétuel signal d'alarme, néfaste et déprimant.

Son existence devient difficilement conciliable avec les assurances officielles du maintien de l'intégrité de la monnaie, ou avec les efforts déployés en vue de restaurer son pouvoir d'achat. Aussi les obligations indexées risquent-elles fort de se voir prises pour cible par les gouvernants, soutenus par les penseurs et philosophes économistes plus soucieux de logique et de systématisation que d'équité dans le traitement des divers facteurs économiques. Sitôt une majorité ralliée à l'idée que telle pratique est exécrationnelle, à la conviction qu'elle dégage une ambiance malsaine, le courant ne manquera pas de gagner l'ensemble des opinions, de proche en proche, pour finir par aboutir aux arguments juridiques de révocation (cf. chap. VIII).

Une autre conséquence de l'indexation des valeurs sur la politique économique se manifeste lors des restrictions de crédits. Alors que ces mesures visent à juguler l'inflation, et se trouvent

renforcées notablement par les effets du nominalisme monétaire, elles vont se trouver affaiblies par l'intervention de la sécurité nouvelle.

Notons enfin l'effet « haussier » des garanties indexées sur le niveau du loyer de l'argent. Leur présence risque fort d'inciter les souscripteurs de valeurs traditionnelles à requérir une amélioration du taux effectif de l'intérêt.

Mais il existe aussi des aspects psychologiques positifs de l'indexation. Elle est par exemple fort bien venue lorsqu'il n'y a plus rien à espérer, que la menace s'est non seulement précisée, mais a déferlé sur l'économie sous la forme d'un cataclysme monétaire. La défiance n'est plus alors potentielle: elle se transforme en un état de méfiance permanent et apparemment irréductible. Et si l'économie se trouve concurremment devant une impécuniosité avérée du marché, les vertus de l'indexation du capital et du revenu seront vraisemblablement les seules mesures à même de redonner confiance aux détenteurs de fonds. Au moment de solliciter de nouveaux capitaux pour contribuer à la reprise, une politique d'investissements massifs et concertés trouvera son seul soutien dans l'indexation.

Voici encore un autre facteur positif, mais indirect cette fois. Après une période de difficultés inextricables, la reprise du rythme des placements consécutive à l'octroi de clause d'index cause un choc psychologique salutaire. En retournant une attitude générale d'abstention et de thésaurisation, il marque d'un signe favorable l'effort tendant à ramener des conditions plus sûres, et à redonner confiance.

Ces considérations font à nouveau penser au terme énoncé plus avant: *obligations de conjoncture*, et reconnaître qu'en dépit d'apparences occasionnellement favorables, la pratique indexée se trouve largement exposée aux attaques polémiques et à la réprobation générale, conduisant à l'abolition. Les obligations indexées souffrent donc du préjugé défavorable évident, et cela bien qu'il semble pourtant plus logique de chercher d'abord à supprimer les causes d'un mal avant de critiquer les faiblesses de son remède palliatif.

§ 9. EMPRUNTS INDEXÉS ET FINANCES PUBLIQUES

La charge financière des emprunts indexés varie d'un an à l'autre, et nous avons vu comment l'économie d'entreprise s'accommode de cet inconvénient. Qu'en est-il de l'économie publique ?

Quelques remarques préliminaires s'imposent avant de passer à des considérations théoriques :

1^o La formule d'index de l'emprunt d'Etat 3½ % 1952 à capital garanti ¹ établit un rapport entre 100.000 francs français et 25 pièces d'or françaises de vingt francs. Il a donc pu sembler équitable d'égaliser 4000 francs français à un « napoléon », vu les taux pratiqués à la bourse de l'or en mai 1952. Mais ce cours record ne fut plus atteint depuis l'époque, et les prix actuels de l'or monnayé ménagent encore à l'Etat une réserve d'un bon quart, avant que la garantie n'intervienne de façon tangible en faveur des prêteurs.

2^o De même à l'endroit de l'Emprunt national 1956 ². La référence choisie, applicable au capital seulement, est l'indice du cours des valeurs mobilières françaises cotées à la bourse de Paris, ou plus exactement la moyenne arithmétique des indices des titres à revenu variable (295 valeurs d'une part) et de ceux à revenu fixe ou indexé (62 valeurs, dont 7 indexées, de l'autre). Or l'année de référence (1955) fait état de taux apparemment trop élevés, résultant principalement de la haute conjoncture temporaire, et de la surestimation spéculative de l'avenir des sociétés cotant leurs actions en bourse. L'indice choisi présente de la sorte une certaine marge de sécurité, sans compter la ressource accessoire d'un remaniement éventuel de sa structure, par modification des taux arbitraires de pondération adoptés ³. Des études préliminaires ont enfin montré que cet indice boursier composite ne suit pas, à moyen ou long terme, l'évolution

¹ Cf. Annexe, spécimen n° X.

² Cf. Annexe, spécimen n° XXVI.

³ Nous pensons plus spécialement à l'indice des valeurs à revenu variable. Cf. *Etudes statistiques*, supplément trimestriel du *Bulletin mensuel de Statistique*. Paris, 1956, n° 1, janvier-mars.

du niveau de l'index du coût de la vie. Une simple « *récession* », ou l'apparition d'une crise, le font rétrograder, alors que ces situations économiques délicates n'ont pas le même effet déprimant sur le niveau moyen des prix ¹.

En bonne économie, l'emprunt d'Etat était la ressource réservée à la couverture des dépenses extraordinaires. De déformation en déformation, il aurait pu finir par passer au service des dépenses courantes, puisque même sans remboursement il finissait par disparaître grâce à l'abus du mécanisme monétaire. Mais à l'encontre des pratiques et considérations fondées sur les systèmes traditionnels (donc nominalistes), les dettes indexées ne s'amenuisent plus d'elles-mêmes aussi vite que précédemment, de par la seule réduction du pouvoir d'achat de la monnaie. Bien au contraire, elles croissent nominalement, en fonction — variable de cas en cas — de la référence choisie, et tendent à rester plus stables que par le passé, en valeur relative en tout cas.

La valorisation de la dette publique, qui rompt avec la pratique traditionnelle ainsi qu'avec la tendance ci-dessus décrite, paraît évidemment indésirable. Pour le moment, il ne s'agit cependant, à titre expérimental pourrions-nous dire, que d'une très faible partie de la dette, sur laquelle l'Etat ne profite plus de l'« auto-amortissement » dont il a toujours été le grand bénéficiaire par le passé. Cette valorisation, fondée sur des indices plus ou moins

¹ Les données chiffrées ci-après, dont nous sommes redevables à l'obligeance des services du Ministère des Affaires économiques et financières, à Paris, démontrent le bien-fondé de ces allégations:

Années	Indice des valeurs à revenu variable	Indice des valeurs à revenu fixe	Indice moyen	Indice des prix de détail
1938	100	100	100	100
1946	875	144.7	509.85	645
1947	1149	132	640.5	1030
1948	1256	117	586.5	1632
1949	1129	109.4	619.2	1817
1950	1030	109.2	569.6	1945
1951	1259	110.9	684.95	2280
1952	1614	121.6	867.8	2464
1953	1795	124.3	959.65	2420
1954	2416	127.3	1271.65	2402

internes, supprime une ressource avantageuse et inavouée: l'*amortissement silencieux*, par amenuisement des créances. Mais ce procédé, en cas de dévaluations intenses et répétées, finissait même par ne plus sembler qu'une spéculation peu honnête.

L'incidence financière de l'indexation du capital est donc manifeste, en chiffres absolus. Cependant, la Trésorerie ne risque pratiquement rien, économiquement parlant, puisqu'elle est certaine de récupérer sur les chapitres de recettes des surplus jamais inférieurs (et de combien !) aux accroissements des annuités indexées.

Reproduisons enfin ce que nous avons déjà eu l'occasion d'exprimer plus haut: la *valorisation* de cette parcelle de la dette publique sera d'autant mieux assurée, pour les porteurs, que les différences en sus restent insignifiantes. Devraient-elles devenir très sensibles que la tentation sera forte d'en appeler à l'abolition du procédé, en criant à l'inégalité et à l'injustice d'un système correctif particulier, valable pour quelques privilégiés seulement (ceux-là même qui se sont vus décerner précédemment, à la souscription, un brevet moral et collectif de bons patriotes). Cet angle de vue peut sembler cru, mais nous sommes persuadé qu'il répond, hélas ! à un sentiment empreint de réalisme.

§ 10. QUELQUES AUTRES ASPECTS DES EMPRUNTS INDEXÉS

Pour compléter notre étude des obligations indexées, mentionnons encore les rapports qui les relient aux autres branches des sciences économiques et sociales.

Ainsi l'*Economie privée* conduit à envisager, parmi les occasions de placement de capitaux, les possibilités offertes par les obligations indexées. Ces dernières apparaissent alors sous la forme de valeurs pupillaires nouvelles et meilleures. Elles contribuent de plus au renforcement du sens de l'épargne, et du goût aux investissements productifs.

L'*Economie bancaire* nous fait penser aux complications pratiques supplémentaires, consécutives au paiement de coupons variables annuellement, et au remboursement de sommes sans cesse différentes.

Les *Assurances-capitaux* ouvrent la voie à de plus amples développements. On peut aisément démontrer que, par le recours aux vertus des titres indexés, les placements des compagnies seront mieux protégés, et la valeur d'achat des fonds accumulés mieux garantie. Corrélativement, les compagnies seront en mesure d'envisager l'offre de polices indexées, elles aussi, tant en ce qui concerne les primes annuelles que les montants de capital ou de rentes restitués.

Les *Mathématiques financières* furent chargées de résoudre les études préliminaires, ayant conduit de l'idée d'index à la conception des indices et à la réalisation des formules repérées, en vue de leur application. Il est même certain qu'un long travail d'étude théorique fut nécessaire en de nombreux cas, avant que les expressions choisies ou projetées n'aient pu franchir le seuil des bureaux administratifs, et donner satisfaction au prêteur sans risquer, selon l'évolution imprévue des éléments de référence, de causer la ruine de l'emprunteur.

L'*Economie publique* implique l'étude des relations entre finances privées et entreprises d'Etat plus ou moins autonomes, sous l'angle particulier de la solution des grands problèmes de financement. Elle nous montre que la coopération du public consommateur et épargnant conduit à un compromis original, à mi-chemin de l'économie mixte.

L'*Economie sociale* apporte sa contribution par les considérations esquissées plus haut à propos du rôle social des obligations nouvelles. L'apport bienfaisant de leurs caractéristiques mérite d'être relevé, dans le cadre des mesures d'assistance que l'Etat se voit parfois contraint de prendre en faveur des classes modestes d'épargnants et de rentiers. En leur reconnaissant le droit imprescriptible à un minimum de capital et de revenu indexé, on pourrait éviter que la menace de dévalorisation monétaire ne mette perpétuellement leur existence en cause.

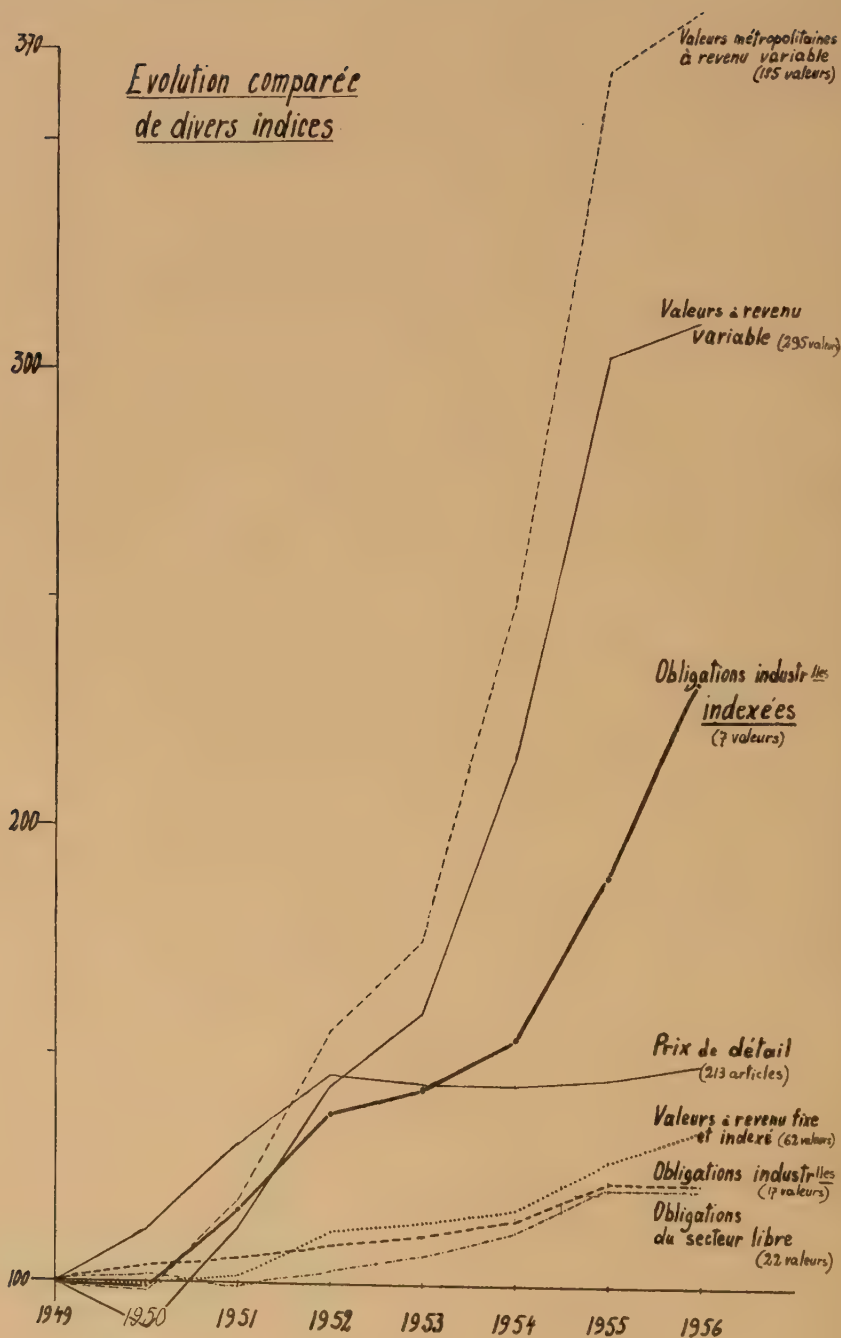
La *Technique financière* met en lumière les protections contractuelles dont se sont entourés certains emprunteurs, qui usent d'indices différés, prévoient de courtes inconvertibilités, ou stipulent la dénonciation automatique et le remboursement anticipé sitôt atteint un niveau défini du multiplicateur de référence. Elle tient compte également des déformations involontaires de l'index, dues

à des influences extérieures (subventions, blocage des prix...) ou de celles incidemment provoquées par un agencement habile des conditions, et assimilables à des dérobadés.

L'*Economie financière*, enfin, nous pousse à décrire les mouvements des cours boursiers de spécimens ressortissant à la nouvelle catégorie d'obligations, pour les comparer à ceux des valeurs cotées traditionnelles: actions ou obligations, puis à ceux du coût de la vie. Nous résumons ci-après quelques considérations chiffrées reprises à la volumineuse documentation publiée à ce propos par l'Institut national de la Statistique et des Etudes économiques, à Paris.

	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956 (chiffres provisoires)
Indice d'ensemble des prix de détail (213 articles)	100	111.2	130.1	145.4	143.7	143.3	144.9	147.7
Indice des valeurs françaises à revenu variable (295 va- leurs)	100	90	112	143	159	214	302	308
Indice des valeurs mé- tropolitaines à re- venu variable (185 valeurs)	100	98	118	155	175	248	364	375
Indice des valeurs à revenu fixe et in- dexé (62 valeurs) .	100	99.8	101.4	111.2	113.6	116.4	127.-	132.-
Indice des valeurs à revenu fixe du sec- teur industriel pu- blic (17 valeurs). .	100	103.2	105.3	108.3	110.3	113.9	122.4	121.1
Indice des valeurs à revenu indexé du secteur industriel public (7 valeurs) .	100	99.3	115.9	137.1	142.3	153.2	188.6	228.1
Indice des valeurs du secteur libre (22 va- leurs)	100	101.4	99.2	102.8	106.1	111.4	120.9	119.5

Pour faciliter la comparaison de ces données, nous les présentons à la page suivante sous forme de graphique.



Une première constatation saute aux yeux: les obligations indexées présentent, en toute certitude, des avantages extraordinaires, puisque la bourse fixe leur cours à mi-distance entre celui des actions et celui des obligations.

Une seconde remarque s'impose tout aussi irrésistiblement: l'indice des obligations indexées croît plus vite que celui des prix de détail « à la consommation familiale ». Est-ce le fait de l'intéressement technique ? en partie peut-être, mais non pas en totalité: les indices de la production industrielle ne sauraient tout expliquer, vu leur taux d'accélération plus modéré. Les effets de l'indexation sont donc une conséquence avérée de la hausse des prix.

Mais, dira-t-on, comment concilier cette affirmation avec la stabilité manifestée par la courbe du coût de la vie ? Nous nous souviendrons à ce dernier propos que les polémiques ouvertes au sujet de l'index des 213 articles laissent supposer que la stabilisation d'un indice est plus facile à réaliser que celle des prix qui le composent !

L'indexation des obligations comporte certes d'autres faces. Mais nous ne nous arrêterons pas à l'examen de ces aspects secondaires car nous avons suffisamment approfondi l'étude de notre sujet pour enfin conclure utilement.

CONCLUSIONS

1. La pratique indexée en matière d'emprunts par obligations, apparue durant la dernière décennie, n'est pas une innovation au sens propre du terme. Elle est simplement une forme modernisée de la protection des parties liées par un contrat nominaliste, contre les changements trop brusques du rapport entre la valeur du pouvoir d'achat prêté et celle du pouvoir d'achat restitué. Elle se caractérise par une amélioration des garanties offertes aux prêteurs à long terme, grâce au recours à des index, et conformément à une tendance qui se généralise en matière de rémunération.

2. L'apparition d'emprunts indexés, occasionnelle et fugitive, marque les périodes de crise économique accusée, coïncidant avec des troubles monétaires et une impécuniosité prononcée. Ces contrats améliorés représentent en effet la seule solution permettant de dégeler l'épargne privée, lorsqu'elle fuit les placements (à revenus dits fixes) en raison primordiale de la dévalorisation du numéraire, et recherche la sécurité dans les valeurs réelles (actions, immeubles) et surtout dans la thésaurisation. De la sorte, il devient enfin possible de combattre la retenue des prêteurs, et de répondre à la demande pressante de capitaux aux fins d'investissement. Ainsi se trouve interrompue une période de stagnation économique, problème que le financement budgétaire des investissements ne pouvait même plus résoudre sur le plan de l'économie publique.

3. La pratique nouvelle a connu un essor très particulier, en France avant tout autre pays. Cet essor est la conséquence primordiale du recours à la notion de *participation*, utilisée sur une vaste échelle dans les mesures d'indemnisation des anciens propriétaires d'entreprises placées sous régime de nationalisation. Mais l'extension du procédé montre qu'il n'est pas uniquement tributaire de considérations d'économie nationale. Sa propagation résulte égale-

ment de facteurs relevant plus directement de l'économie d'entreprise: la *participation* compense, pour l'obligataire, l'accroissement des risques courus par les fonds prêtés lorsqu'ils sont trop fortement immobilisés dans les investissements productifs de l'entreprise.

4. De nos jours, le recours aux bienfaits des obligations indexées est sans danger pour l'emprunteur, car il a su ne choisir que des formules et conditions ne risquant plus de lui causer par la suite de préjudice financier. Ceci résulte en particulier de l'adoption d'*index internes*, de références accompagnées de coefficients modérateurs, d'indexations fréquemment retardées, et accessoirement de la prescription de périodes d'inconvertibilité souvent très restreintes.

5. Les critères juridiques de la légalité du procédé font peser sur les valeurs indexées une lourde hypothèque. Leur validité risque fort d'être mise en doute pour raison d'ordre public, vu les oppositions apparaissant entre la justification de leur fondement matériel et le principe du nominalisme monétaire.

D'un autre côté, l'intérêt public, ou ordre économique national, légitime occasionnellement le recours à ces valeurs. Elles sont parfois le seul moyen de redonner vie au crédit étranglé par le fléchissement de la monnaie, par les troubles économiques, et par l'impécuniosité prononcée en période de crise. Mais la disparition de ces circonstances défavorables, qui justifient temporairement le procédé, remet en discussion toute la question de sa légalité.

Ces considérations de principe font toutefois abstraction des nouvelles méthodes de compenser les pertes de dépréciation par voie d'*intéressement*. Or ces dernières enlèvent précisément à la pratique en cause son caractère monétaire évident, et suppriment de ce fait les motifs juridiques d'abolition.

En résumé, les variations de la conjoncture déterminent des changements dans la hiérarchie des impératifs de l'ordre public. On voit ainsi apparaître, tour à tour, soit la prééminence de la stabilité monétaire, affirmée par le concept du nominalisme, soit celle de l'économie nationale, qui préfère le crédit à la monnaie, et donne son absoute à toute méthode prévenant l'asphyxie.

6. Une antinomie similaire se remarque dans les rapports qui unissent les nouvelles obligations à l'économie politique. Les avantages si hautement appréciés du point de vue national, à un moment bien précis, laissent une large trace de défiance dans l'opinion publique. Le doute exprimé à l'endroit de la monnaie ne s'effacera pas avant le terme de l'emprunt. Puis il faut tenir compte de l'importance véritable des facteurs psychologiques, plus que proportionnelle au volume des capitaux indexés. Un sentiment de gêne est ainsi causé, qui détermine des attitudes et réactions défavorables de la part du public, tandis que d'un autre côté la mémoire humaine oublie assez rapidement les méfaits réels de la dévaluation.

7. Des raisons d'éthique contribuent à légitimer la pratique indexée. Cette dernière détermine en premier lieu une meilleure répartition des conséquences de la dévalorisation monétaire entre les partenaires des contrats. Ensuite, en essayant simultanément de reconnaître de nouveaux caractères à l'obligataire, qui devient un *collaborateur financier indirect*, voire même un *sociétaire tacite* ou une sorte de *nouveau commanditaire* (économiquement parlant), elle redonne un sens aux placements productifs, rémunérés sur cette base de participation.

8. Dans le même ordre d'idées, les exceptions à la primauté de l'ordre public monétaire, accidentellement consenties, ne devraient pas être l'objet de réfutations ultérieures, une fois revenues des conditions économiques plus saines.

La conservation des droits acquis durant les périodes de grands troubles monétaires ne se conçoit toutefois qu'en suite d'un effort de groupement des obligataires, jusque-là isolés. Mais il leur faut au préalable prendre conscience de leur puissance collective. Une fois organisés, il leur deviendra possible de résister aux intentions abrogatoires du législateur — qui dispose du pouvoir souverain — en combattant ses intentions sur le terrain parlementaire même.

Il leur faudra obtenir enfin la légitimation du droit au maintien du pouvoir d'achat des fonds prêtés et de leurs revenus. De la sorte on verra se réaliser, sur le plan des placements, ce que les forces ouvrières et employées ont atteint sur celui du salariat : la reconnais-

sance du droit imprescriptible à un minimum de fortune et de revenu indexés.

Telle évolution éviterait subséquemment l'obligation sociale, pour l'Etat, d'intervenir matériellement en faveur des classes de rentiers, d'assurés et d'épargnants, dépouillés par la dévaluation, dénués et mécontents. A cette considération se rattache en sus la disparition des effets secondaires indésirables de distorsions survenant dans la structure économique et sociale de la communauté publique.

9. L'avenir — très lointain — nous semble donc favorable au développement des obligations indexées. Cette affirmation se fonde sur la tendance générale au groupement, et sur la recherche sans cesse grandissante, dans les temps modernes, de systèmes d'adaptation automatique. Ces derniers s'efforcent, comme l'on peut bien le supposer, de rétablir par des mécanismes conventionnels appropriés, voire par des solutions d'exception, des rapports durablement stables entre des éléments économiques qui ont cessé de l'être (condition dont le crédit a particulièrement besoin pour développer ses bienfaits).

10. Nous dirons enfin notre préférence pour les *intéressements*, opposés à l'indexation pure. Cette prédilection demeurera tant que la dérogation contractuelle au nominalisme intégral n'aura pas droit de cité, pour les prêts et conventions monétaires à long terme en tout cas. Elle subsistera jusqu'à ce que l'opinion juridique cesse d'avantager systématiquement les clauses économiques (participations aux résultats financiers, économiques ou techniques) en les opposant aux clauses monétaires, qu'elle tend à abroger (monnaies étrangères, monnaies métalliques, or, et purs index-prix).

Terminons enfin notre travail par un souhait, celui que la pratique des emprunts indexés, marque d'une époque très particulière, reste à l'état d'une simple trace dans l'histoire économique. Il serait en effet de beaucoup préférable qu'elle conserve le caractère d'une curiosité financière dont l'usage ne s'est pas généralisé, et que l'économie revienne à des conceptions et réalisations plus saines, engendrant le maintien de méthodes plus orthodoxes.

BIBLIOGRAPHIE

- ALLIX, Edgard: *Traité élémentaire de Science des Finances*, Paris, 1927.
— *Annales de Finances Publiques*, Paris, 1937.
— et LECERCLE, Marcel: *L'impôt sur le revenu*, Paris, 1926.
- ANSIAUX, Maurice: *Evolution du crédit, et contrôle des banques* (tiré de: « Travaux du Congrès des Economistes de langue française), Paris, 1935.
- AUDEBAUD, Christian: *Essai sur l'évolution et les tendances actuelles des marchés de l'Etat*, thèse, Paris, 1950.
- BAUDHUIN, Fernand: *Placements - Principes permanents d'économie privée*, Louvain, 1943.
— *Déontologie des affaires*, Bruxelles, 1944.
- BOCA, André: *La Caisse autonome d'amortissement, sa politique financière, son rôle à l'égard des marchés monétaire et financier*, thèse, Paris, 1935.
- BODENHEIMER, René: Nochmals: « Der Wert von Schulden in Auslands-währung », *Revue Suisse de Jurisprudence*, 37^{me} année, Zurich, 1940/41.
- BODIN, Jean: *Les six livres de la République*, Paris, 1580.
- BONNET, Georges: *Les finances de la France*, Paris, 1921.
- BRATEL, Jean: *La clause-or et la clause de paiement en monnaie étrangère dans le droit allemand contemporain*, thèse, Bourg, 1939.
- BRAUN, J.: Zur Problematik von Art. 84 OR, *Revue Suisse de Jurisprudence*, 39^{me} année, Zurich, 1942/43.
- BRESSON, Paul: *Les obligations participantes 3% de la Caisse nationale de l'Energie - Les cahiers financiers, Etudes financières*, Paris, 6/1951.
— do., 13/1952.
— do., 23/1954.
- BROCHIER, Hubert: *Finances publiques et redistribution des revenus*, Paris, 1950.
- CARTOU, Louis: Les emprunts publics indexés, *Revue de Science et de Législation financières* (ci-après abrégée en *R.S.L.F.*), 1/1954.

- CASSINELLI, René: *Les dettes interalliées, leur règlement*, thèse, Paris, 1923.
- VON CASTELBERG, G.: *Der Geldwert als Rechtproblem insbesondere bei Verkehrsgeschäften*, thèse, Zurich, 1953.
- CHALON, Jean-V.: *La hausse des prix et la production de l'or entre 1914 et 1924*, thèse, Paris, 1924.
- CLERC, Henri: Les problèmes financiers d'après-guerre et la situation présente, *Annexe au Bulletin trimestriel de la Chambre de Commerce de Strasbourg*, 1925.
- COTTIER, André: *L'économie dynamique et la monnaie*, thèse, Fribourg, 1953.
- COULBOIS, Paul: Crédit public et crédit privé (*R.S.L.F.*), 4/1955.
- Le budget, la trésorerie et la dette publique, *Revue d'économie politique*, juill./oct. 1955.
- COURCELLE SENEUIL, J.-G.: *Traité théorique et pratique d'Economie politique*, Paris, 1867.
- DAVIN, Louis-E.: *Les finances de 1939 à 1945; II, l'Allemagne*, Paris, 1949.
- DELAISI, Francis: *Les contradictions du Monde moderne*, Paris, 1925.
- DICLELI, Vedad: *Les emprunts internationaux et les solutions pratiques du problème des transferts*, thèse, Lausanne, 1941.
- DIDIER, P.: *Essai historique sur l'emprunt patriotique et l'emprunt forcé*, thèse, Paris, 1924.
- DIVISIA, DUPIN, ROY: *A la recherche du franc perdu*, Paris, 1955.
- DOMKE, Martin: La clause « dollar-or », la non-application de la législation américaine aux emprunts internationaux, *Journal de droit international*, tome 69, n° 432 puis 465, Paris, 1935.
- De l'effet, à l'étranger, de la loi américaine répudiant la clause-or, sur les emprunts non américains, *Nouvelle Revue de Droit international privé*, Paris, 1935.
- Des emprunts d'Etat libellés en dollars-or, *Journal de droit international*, tome 69, n° 531, Paris, 1936.
- La notion de l'ordre public en matière d'emprunts internationaux, *R.S.L.F.*, IV, V et VI, 1937.
- *Die amerikanische Goldklauselgesetzgebung (eine rechtsvergleichende Uebersicht über die Anleihe-Rechtsprechung)*, Istituto di studi legislativi, Rome, 1938.
- DUBACH, Werner: *Beiträge zum Recht der Anleiheobligationen, 1) die variable Verzinsung*, thèse, Aarau, 1931.

- DUBOIS, Louis-Albert: *La fin de l'Union monétaire latine*, thèse, Arbois, 1950.
- FLAMANT, Maurice: *Théorie de l'inflation et politiques anti-inflationnistes*, Paris, 1952.
- FOLLIET, Pierre: Amortissements, provisions et réserves, *Publications de la Faculté des Sciences économiques et sociales de l'Université de Genève*, volume XI, Genève, 1950.
- FORBIN, Victor: *L'or dans le monde*, Paris, 1941.
- GARDIES, Jacques: *Les emprunts directs en vue de l'électrification des campagnes (exemple du département des Basses-Alpes)*, thèse, Aix-en-Provence/Marseille, 1937.
- GENDARME, René: *L'expérience française de la nationalisation industrielle et ses enseignements économiques*, thèse, Nancy/Charleville, 1949/1950.
- GIDE, Charles et RIST, Charles: *Histoire des doctrines économiques*, II, *De l'école historique à J.-M. Keynes*, Paris, 1947.
- GRIZIOTTI, Benvenuto: L'évolution monétaire dans le monde depuis la guerre de 1914, *Académie de Droit international de La Haye, Recueil des Cours*, tome 49, Paris, III/1934.
(Ci-après abrégé en *Ac. Dr. Int., R.C.*)
- GRONDEIN, Jacques: *Essai sur la gestion des mines nationalisées en Europe*, thèse, Paris, 1948.
- GUIHENEUF, M.: A propos du crédit public, *R.S.L.F.*, 4/1954.
- GUITARD, Henri: *L'émission et le placement des valeurs mobilières aux Etats-Unis*, Paris, 1930.
- HAMEL, Joseph: Les formes internationales des crédits bancaires, *Ac. Dr. Int., R.C.*, tome 51, Paris, I/1935.
- Les clauses d'échelle mobile et le droit monétaire français, *Revue économique*, 2/1955.
- HOMONT, André: *La déconcentration des services publics*, thèse, Bordeaux, 1950.
- HÜPPI, Joseph: *Die Beschlüsse der Anleihegläubigerversammlung*, thèse, Fribourg-St-Gall, 1950/1953.
- HUREAU, Georges: *Les pouvoirs des Assemblées d'obligataires*, thèse, Paris, 1948.
- JACOBSSON, Per: A propos de la balance internationale des paiements, *R.S.L.F.*, II/1953.
- JAMES, Emile: *La clause « payable en or » et le cours forcé*, thèse, Toulouse/Paris, 1924.

- JENNY, Frédéric: *Problèmes économiques et monétaires d'après-guerre*, Zurich, 1944.
- JEZE, Gaston: *La garantie des emprunts publics d'Etat*, Paris, 1924.
- *Le remboursement des emprunts publics d'Etat*, Paris, 1925.
- *Cours de finances publiques*, Paris, 1925.
- *La garantie des emprunts publics d'Etat*, *Ac. Dr. Int., R.C.*, Paris, II/1925.
- *Les défaillances d'Etat*, *Ac. Dr. Int., R.C.*, tome 53, Paris, III/1935.
- LASSEQUE, Pierre: *La réforme de l'entreprise, étude critique sur les possibilités d'une « tierce solution »*, thèse, Toulouse et Paris, 1948.
- LAUFENBURGER, Henry: *Précis d'économie et de législation financières*, Paris, 1941.
- *Crédit public et finances de guerre 1914-1944 (Allemagne, France, Grande-Bretagne, Etats-Unis)*, Paris, 1944.
- *Quelques aspects du problème des réparations allemandes*, *Revue suisse d'économie politique et de statistique*, 1946.
- *Traité d'économie et de législation financières*; tomes 2 (« Dette publique et richesse privée ») et 3 (« Budget et Trésor »), Paris, 1948.
- *La réforme fiscale de 1949*, Paris, 1949.
- *Peut-on indéfiniment élargir le secteur public ? L'expérience française*, *Revue suisse d'économie politique et de statistique*, 1/1951.
- *Quelques aspects financiers de la Fédération européenne*, *R.S.L.F.*, 1/1953.
- *Traité d'économie et de législation financières*, tome II, Paris, 1954.
- LEJEUNE, Jules: *Les méthodes de construction des index-numbers*, Paris, 1935.
- LEROY-BEAULIEU, Paul: *Traité de la science des finances*, tome II, Paris, 1899.
- MARCHAL, Jean: *Cours d'économie politique*, tome I, Paris, 1952.
- MARJOLIN, Robert: *Prix, Monnaie et Production*, Paris, 1941.
- MATHIEU, Henri: *Physiologie de la monnaie*, Paris, 1946.
- MENDÈS-FRANCE, Pierre: *Epargne volontaire et épargne forcée*, *R.S.L.F.*, II/1953.
- MERIGOT, Jean-Guy et COULBOIS, Paul: *Le Franc, 1938-1950*, Paris, 1950.

- METTLER, C.: *Die Prämienanleihe*, Olten, 1919.
- MICHELET, Georges: *Principes de valoristie*, Bruxelles, 1936.
- MINVIELLE, Rosny: *Les emprunts à lots*, R.S.L.F., 1/1955.
- MOLIEUX, Fernand: *Le système monétaire français, son évolution depuis 1936*, thèse, Paris, 1942.
- MORIGGIA et CHEVALLEY: *Comptabilité et Analyse comptable*, Lausanne, 1943.
- NOGARO, Bertrand: *Principes de théorie économique*, Paris, 1943.
- *Les grands problèmes de l'économie contemporaine*, Paris, 1945.
- *La monnaie et les systèmes monétaires*, Paris, 1945.
- *La valeur logique des théories économiques*, Paris, 1947.
- NUSSBAUM, Arthur: *La clause-or dans les contrats internationaux*, Ac. Dr. Int., R.C., tome 43, Paris, I/1933.
- OPPIKOFER, H.: *Der Nennwert des Geldes im schweizerischen Schuldrecht-* (tiré de: « Geld- und Kreditsystem der Schweiz », Zurich, 1944.
- ORNAND, Pierre: *Les avantages offerts aux souscripteurs et aux porteurs de fonds d'Etat français*, thèse, Dijon/Bourg, 1939.
- PATIN, Edgard: *La bonne monnaie – Essai sur la monnaie et les échanges*, Paris, 1945.
- de PERREGAUX, Paul: *De la nature juridique des émissions d'obligations*, thèse, Fribourg/Neuchâtel, 1924.
- PETER, Ernst: *Die Umwandlung von Anleiheobligationen in Vorzug-saktien*, thèse, Fribourg, 1923.
- PINEAU, Christian: *La monnaie et les classes sociales* (tiré de: « Le franc, mythe et réalité, La Nef »), Paris, 3/1953.
- PLANIOL, Marcel et RIPPET, Georges: *Traité pratique de Droit civil français*, 2^{me} édition, Paris, 1954.
- PLESCH, Arpad: *The Gold clause – A collection of International Cases and Opinions*, Londres, 1936.
- PORTIER, Jean: *La fonction économique et sociale de l'assurance-vie*, thèse, Paris, 1934.
- POTHIER, Robert-Joseph: *Traité du contrat de vente*, tome I, Paris et Orléans, 1768.
- *Traité des contrats de bienfaisance*, tome I, Paris et Orléans, 1770.
- *Traité des obligations*, Paris et Orléans, 1770.
- *Œuvres de Pothier*, Paris, 1827.

- RACINE, Raymond: *L'actionnariat public*, thèse, Genève, 1947.
- RAINER, Gottfried: *L'emprunt-obligations considéré comme mode de financement des sociétés anonymes*, thèse, Genève, 1937.
- RAPPARD, William-E.: *Emprunts et impôts de guerre à Genève pendant la Restauration 1814-1816*, Berne, 1917.
- REISS, Jacqueline: *Portée internationale des lois interdisant la clause-or*, thèse, Paris, 1936.
- RICHARD, Albert: *La clause-or au point de vue juridique*, Paris, 1927.
- do. (tiré de: « Le Séquestre de la propriété privée en temps de guerre »), Paris, 1933.
- RICHLI, Julius: *Der Zusammenbruch der Diskonto- und Lombardbank A.G., Bern – Ein Beitrag zur Geschichte der Institute des gewerbmässigen Handels mit Prämienobligationen und des Animierbankwesens der Schweiz*, thèse, Berne, 1931.
- de RIEDMATTEN, Léon: *Variations des monnaies, des salaires et des prix à travers les siècles*, Versailles, 1945.
- RIPPERT, Georges: *Aspects juridiques du Capitalisme moderne*, Paris, 1946.
- RIST, Charles: *Histoire des doctrines relatives au crédit et à la monnaie, depuis John Law à nos jours*, Paris, 1938.
- ROMEUF, Jean: *La conjoncture étrangère*, Paris, 1945.
- ROSSEL, Virgile: *Code civil suisse et Code fédéral des obligations*, Lausanne, Genève, etc., 1948.
- ROTH, Karl: *L'importance actuelle de la monnaie neutre*, thèse, Neuchâtel, 1952.
- SAUSER-HALL, Georges: *La clause-or dans les contrats publics et privés*, Ac. Dr. Int., R.C., tome 60, II/1937.
- SCHKAFF, Eugène: *La dépréciation monétaire, ses effets en droit privé*, thèse, Paris, 1925.
- SEDILLOT, René: *Le franc, histoire d'une monnaie des origines à nos jours*, Paris, 1953.
- Toutes les monnaies du Monde, *Dictionnaire des changes*, Paris, 1955.
- SELIGMANN, Armand: *La première tentative d'émission fiduciaire en France*, thèse, Paris, 1925.
- SILBERNER, Edmond: *La guerre dans la pensée économique du XVI^e au XVIII^e siècle*, Paris, 1939.

SOCIÉTÉ DE BANQUE SUISSE: *Le problème de l'endettement d'Etat*, Bâle, 4/1952.

STAUFFER, Wilhelm: *Goldklausel und Abwertung*, *Revue de la Société des juristes-bernois*, vol. n° 73, Berne, 1937.

—— Goldklausel (clause-or), *Fiches juridiques suisses*, n° 273, Genève, 1943.

STOORM, René: *Les finances de l'ancien régime et de la Révolution*, Paris, 1885.

—— *Les finances du Consulat*, Paris, 1902.

TEILLARD, Jean: *Les emprunts de guerre*, thèse, Montpellier, 1921.

TERRIER, Claudius: *De la sécurité du capital emprunté dans les entreprises à capital fixe élevé* (tiré de: « Etudes économiques et sociales » publiées à l'occasion du XXV^e anniversaire de la fondation de la Faculté des Sciences économiques et sociales de l'Université de Genève, Genève, 1941.

THEISINGER, Karl: *Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmungen*, Stuttgart, 1928.

ULRICH, Rudolf: *Die Goldklausel*, thèse, Aarau, 1933.

VASSEUR, Michel: L'indexation à l'étranger, *Revue économique*, Paris, 2/1955.

WHITE, M.: *Détermination de l'effet inflationniste d'un budget d'Etat* (paru dans: « Statistiques et études financières »), Paris, 32-33/1951.

WICHERT, Alfred: *Der Irrtum der Goldmarkrechnung und seine Beseitigung*, Mannheim/Frankfurt, 1923.

WYLER, Hugo: *Der Wert von Schulden in Auslandswährung*, *Revue suisse de jurisprudence*, 37^{me} année, Zurich, 1940/41.

ZELTNER, K.: *Die Anleihenobligationen der Handelsgesellschaften nach schweizerischem, italienischem und französischem Recht*, thèse, Bâle, 1940.

ZOLOTAS, Xénophon: *L'étalon-or en théorie et en pratique*, Paris, 1933.

Publications diverses.

Bulletin des Annonces légales obligatoires à la charge des sociétés financières (B.A.L.O.), Paris, 1950/56.

BUREAU INTERNATIONAL DU TRAVAIL: *Etudes et documents*, série n° 6. *Méthodes d'établissement des nombres-indices du coût de la vie*, Genève, 1925.

Cahiers économiques du Service d'Etudes et de Documentation économiques du Ministère des Affaires économiques du Grand-Duché de Luxembourg, La Clause de l'Echelle mobile au Grand-Duché de Luxembourg, aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne, en Belgique, en France et en Suisse, Etude comparative, 3/1952.

Indici e Dati relativi ad Investimenti in Titoli quotati nelle Borse Italiane (1938-1954), *Medio-Banca*, Milano, 1954.

Journal de Genève, chronique quotidienne « Economie et Finances », 1948/1956.

Journal officiel de la République française (J.O.), Paris, 1946/1956.

ORGANISATION EUROPÉENNE DE COOPÉRATION ÉCONOMIQUE (OECE):
Le prix de l'électricité, son influence sur le financement des investissements, Paris, 1954.

Recueil officiel des Arrêts du Tribunal fédéral suisse. 57^{me}, 58^{me} et 64^{me} années, II^{me} partie, 1931, 1932 et 1938.

Statistiques et Etudes financières, Paris. Les investissements publics en France et à l'étranger, 13/1950; Rapport sur les comptes économiques de la Nation, 27/1951; Les Rapports entre le Trésor et l'Institut d'émission en France et à l'étranger, 34/1951; Analyse des résultats de l'emprunt 3,50% 1952, 51/1953; Les sociétés d'investissement en France, 57/1953; Structure et rôle de la Trésorerie (en Grande-Bretagne), 57/1953; La formation des capitaux et le marché financier (en Allemagne occidentale), 61/1954.

Statistiques et Etudes financières, Supplément, Finances françaises, Paris; Rapport sur les comptes provisoires de la Nation des années 1951 et 1952, 18/1953.

Etudes statistiques, supplément trimestriel du Bulletin mensuel de Statistique, 1/1956.

ANNEXE

*1. Les obligations indemnitaires et participantes de la Caisse nationale de l'Energie, 1946/1996*¹

La loi n° 46-628 du 8 avril 1946² sur la nationalisation de l'électricité et du gaz, modifiée par la loi n° 48-1260 du 12 août 1948³ prévoit ce qui suit :

« Art. 13. — Le paiement des indemnités dues s'effectue par la remise... d'obligations — participantes —⁴ de la caisse nationale d'équipement de l'électricité et du gaz⁵...

...

Elles portent intérêt à 3% l'an.

En outre, les obligations en circulation reçoivent un complément d'intérêt — et les obligations amorties... une prime de remboursement — variable avec les recettes... »

« Art. 28. — ...

La caisse nationale reçoit... des services un prélèvement sur le prix de vente de l'électricité et du gaz qui est affecté aux services des compléments d'intérêts — et des primes de remboursement — prévus...

Son taux ne peut être inférieur à 1% des recettes... »

Au sujet de ce dernier terme, citons encore le décret n° 52-601 du 26 mai 1952⁶ relatif à l'amortissement des obligations indemnitaires émises par la Caisse nationale de l'Energie :

« Art. 4. — Le prélèvement opéré... porte sur les ventes d'électricité et de gaz et sur les recettes d'activités accessoires inséparables de ces ventes, réalisées au cours du dernier exercice comptable clos avant l'échéance considérée, déduction faite du montant des créances irrécouvrables ainsi que de tout rabais, remise ou ristourne, et à l'exclusion

¹ Pour fixer les idées au sujet de la durée de l'emprunt, nous ferons mention dans chaque titre de deux dates : émission / dernier remboursement.

² *J. O.*, n° 84 des 8 et 9 avril 1946, pp. 2951 à 2957.

³ *J. O.*, n° 192, du 14 août 1948, pp. 7986 à 7989.

⁴ Nous indiquons entre tirets les additions faites en 1948 au texte original de 1946.

⁵ Devenue par la suite la Caisse nationale de l'Energie.

⁶ *J. O.*, n° 128, du 27 mai 1952, pp. 5361 et 5362.

des sommes perçues pour le compte de tiers ou reçues à titre de subvention, de remboursement de frais ou d'indemnité.

... »

« Art. 5. — Le produit du prélèvement... est, à chaque échéance, affecté au service de l'intérêt complémentaire et des primes de remboursement dans la proportion des sommes destinées, en vertu du tableau d'amortissement type, au paiement de l'intérêt fixe et au remboursement du capital. »

II. Caisse nationale de l'Energie

Emprunts pour les besoins des services nationaux
et des services de distribution auxquels elle prête son concours.

Les deux mêmes lois de 1946 et 1948, vues ci-dessus, prévoient encore, d'une façon plus générale :

« Art. 27. — La caisse nationale est habilitée à contracter des emprunts...

...

S'ils ont une durée de plus de quinze ans, ils peuvent comporter, outre un intérêt fixe, un intérêt complémentaire — ainsi qu'une prime en faveur des titres amortis —, variant avec l'accroissement des ventes d'électricité et de gaz... »

III. Obligations indemnitaires et participantes des Charbonnages de France¹, 1946/1996

Parallèlement à ce que nous venons de voir à propos des titres émis par la Caisse nationale de l'Energie, la loi n° 46-1072 du 17 mai 1946², relative à la nationalisation des combustibles minéraux, modifiée par la loi n° 48-1305 du 23 août 1948³, et complétée par une série de textes apparaissant en même temps que ceux concernant l'électricité et le gaz, particulièrement par le décret n° 52-600 du 26 mai 1952⁴, édicte une série de dispositions identiques, à un détail près :

« Art. 15. — ...

... Il est affecté chaque année, au service de cet intérêt complémentaire — et de cette prime de remboursement —, 0,25 % des recettes des

¹ Etablissement public national central de caractère industriel et commercial, doté de la personnalité civile et de l'autonomie financière.

² *J. O.*, n° 116, du 18 mai 1946, pp. 4272 à 4276.

³ *J. O.*, n° 200, des 23 et 24 août 1948, pp. 8306 à 8308.

⁴ *J. O.*, n° 128, du 27 mai 1952, pp. 5360 et 5361.

ventes de combustibles minéraux, de sous-produits et d'électricité, réalisées par les houillères de bassin. »

De son côté, l'article 3 du décret n° 52-600 précise :

« ... ventes à des tiers de combustibles, de sous-produits de la récupération de la carbonisation, de produits des usines de traitement de ces sous-produits, de produits des usines de synthèse et de courant électrique. »

IV. *Bons à 5 ans, d'Electricité de France, service national, 1949/54*

Arrêté du 21 juin 1949 ¹ :

« Article premier. — Electricité de France, service national, est autorisée à émettre, pour le financement des dépenses de travaux neufs, des bons à cinq ans, dénommés « bons d'électricité », productifs d'un intérêt variable... »

« Art. 3. — ...

... le taux d'intérêt... est au minimum égal à 4% l'an. Il est majoré si la production totale d'énergie électrique... calculée selon la méthode actuellement suivie pour la préparation de la statistique publiée par le *Bulletin de statistique générale de la France*, a été plus élevée durant l'année civile antérieure à la date de mise en paiement du coupon que pendant l'année civile antérieure à l'émission du bon. Le pourcentage de majoration du taux est égal au pourcentage de l'augmentation de production ainsi définie...

...
Les coupons d'intérêt échus seront acceptés par Electricité de France en paiement de toute fourniture de courant électrique. Si un coupon est remis en paiement comptant d'une fourniture..., son montant... est majoré de 10%. »

V. *Emprunt de la Société anonyme forestière IRCB. — Injection rapide et Conservation des Bois par procédé nouveau* ², 1951/1966

« ...

La société émettrice est propriétaire de 304 actions... de la Wood Preservation Industries, société canadienne..., dont les dividendes, après déduction des impôts et taxes qui pourront les frapper, seront

¹ *J. O.*, n° 159, du 6 juillet 1949, p. 6645.

² *B.A.L.O.*, n° 32, du 6 août 1951, pp. 1033 et 1034.

affectés... au paiement d'un bonus d'intérêt¹ et d'un bonus de remboursement:

Le bonus d'intérêt sera égal, pour chacun des coupons... au 1/6000 du montant global des dividendes des actions W.P.I. susvisées, encaissés par la société IRCB et afférents à l'exercice de l'année précédant celle au cours de laquelle chaque coupon viendra à échéance. ... IRCB garantit un bonus... de 50 fr. par coupon...

Le bonus d'intérêt ne pourra pas dépasser... 200 fr. par exercice...

Le bonus de remboursement sera égal, ... au 1/6000 du montant global des dividendes... encaissés... et afférents à l'exercice de l'année précédant celle au cours de laquelle les obligations seront amorties...

... IRCB garantit un bonus de remboursement de 250 fr. jusqu'en 1956 inclusivement et de 500 fr. à partir de 1957 jusqu'à complet remboursement des titres émis.

...

En cas de cession du portefeuille, les minima... ci-dessus seraient bonifiés aux obligations. Toutefois, dans le cas où la cession procurerait par action W.P.I. une valeur nette d'au moins 70 dollars canadiens, les deux sortes de bonus seraient obligatoirement déterminées comme suit:

- A. En cas de cession totale: chaque sorte de bonus sera la moyenne désormais fixe des trois dernières sommes effectivement allouées...
- B. ... cession ne portant que sur une partie du portefeuille: totalisation, pour chaque sorte de bonus, de deux termes:
 - 1^o terme fixe: la moyenne désormais fixe... pour la fraction cédée;
 - 2^o terme variable: la somme découlant des règles générales précédemment stipulées pour la fraction non cédée.

« ...

Cas où le portefeuille ferait l'objet d'une ou plusieurs augmentations de capital:

- 1^o par attribution d'actions gratuites: les dividendes de ces actions gratuites seront associés aux dividendes des actions qui en auront procuré l'attribution;
- 2^o par souscription devant résulter de droits ou versements postérieurs au 30 septembre 1951:
 - a) Si... IRCB souscrit à une telle augmentation du capital..., 30% des dividendes... à provenir des nouvelles actions seront associés aux dividendes du portefeuille antérieur...;

¹ En plus du revenu annuel de 6 pour cent.

- b) Si... IRCB réalise la vente des droits de souscription..., les bonus d'intérêt et de remboursement, à mettre en paiement au titre du premier exercice pour lequel les actions nouvelles auront droit à participer aux bénéfices des exercices suivants, seront déterminés par application des conditions particulières énoncées plus haut, mais en majorant les résultats d'un pourcentage égal au rapport entre la moitié du produit net de la vente... et la valeur, selon le dernier bilan annuel W.P.I., du portefeuille avant vente des droits, étant rappelé que le montant maximum du bonus d'intérêt est de 200 fr...

... »

VI. *Comptoir de vente de cuirs et peaux*¹, 1951/1961

« ...

Les obligations série « J » seront remboursables le 31 octobre 1961 en totalité, augmentées d'un bonus de 10 fr. par 1 million de chiffre de vente annuel, hors taxe, de la société émettrice.

Les obligations série « S » sont remboursables... pendant 10 ans... de 1952 jusqu'en 1961, à raison de 10.000 fr.² par an et par obligation, augmentées d'un bonus de 6 fr. par 1 million de chiffre de vente annuel... Ce bonus est diminué de 10% par an, en raison des remboursements effectués annuellement.

Le bonus stipulé... sera calculé sur le chiffre de vente annuel, hors taxe, du Comptoir de vente de cuirs et peaux S.A. Strasbourg, réalisé du 1^{er} octobre au 30 septembre de chaque année.

... »

VII. *Emprunt « équipement et productivité » des Charbonnages de France*, 1952/1960

Arrêté du 5 février 1952³:

« Article premier. — Les Charbonnages de France sont autorisés à émettre, pour assurer le financement de leurs dépenses d'équipement... un emprunt... assorti d'un intérêt complémentaire et d'une prime de remboursement croissant avec la productivité des houillères. »

« Art. 3. — L'intérêt...

... comprend un intérêt fixe de 5% du nominal et un intérêt complémentaire...

¹ B.A.L.O., n° 40, du 1^{er} octobre 1951, p. 1292.

² Soit donc un dixième par an.

³ J. O., n° 32, du 5 février 1952, p. 1530.

... acquis pour toute augmentation de 1 kg. du rendement fond moyen de l'année écoulée par rapport au rendement fond moyen de l'année 1951, les chiffres de référence étant ceux publiés dans le *Bulletin mensuel* de l'Institut national de la statistique et des études économiques pour la métropole et la France d'outre-mer. Il sera calculé sur la base de 0,25 % du nominal par 100 kg. d'augmentation.

... »

« Art. 5. — Les bons remboursés... bénéficieront d'une prime de remboursement égale à 40 fr. par kilogramme d'augmentation moyenne des rendements fond de l'ensemble de la période du 1^{er} janvier 1952 au 31 décembre 1959 par rapport au rendement fond de l'année 1951. Cette augmentation sera établie en prenant la moyenne des excédents entre les rendements fond moyen de chaque année et celui de 1951. Le cas échéant, pour l'établissement de la moyenne, les rendements inférieurs à celui de 1951 seront ramenés au chiffre de ce dernier.

La prime... ne pourra être inférieure à 1.900 fr. »

VIII. *Bons à cinq ans et à lots trimestriels de la Société nationale des Chemins de fer français, 1951/1956*

Décret n° 51-1354 du 22 novembre 1951 ¹ relatif aux conditions d'emprunts à contracter...

« Article premier. — Pour assurer le financement des dépenses d'établissement autorisées annuellement par les lois de finance, la Société nationale... est autorisée... à émettre des emprunts assortis de lots consistant en avantages particuliers d'ordre tarifaire pour les voyageurs.

... »

Arrêté du 22 novembre 1951 ² autorisant l'émission de bons à cinq ans...

« Article premier. — Pour assurer le financement de ses dépenses d'établissement et de reconstitution, la Société nationale... est autorisée à émettre des bons à cinq ans productifs d'un intérêt à 4 % et assortis de lots...

... »

« Art. 4. — Pendant toute la durée de l'emprunt et au cours des mois de décembre, mars, juin et septembre, l'ensemble des bons émis participeront à une loterie dont les lots donneront droit à des coupons de voyage kilométriques gratuits...

...

¹ *J. O.*, n° 279, du 25 novembre 1951, pp. 11.687 et 11.688.

² *J. O.*, n° 279, du 25 novembre 1951, p. 11.689.

Les bons gagnants... auront droit à des coupons de voyage kilométriques pour un parcours de 5000 km. en 1^{re} classe... 3000 km. en 2^{me} classe... 1000 km. en 3^{me} classe...

Les coupons... établis au porteur en coupures de 100 km... valables pendant un an... seront acceptés en règlement total ou partiel de tout billet ou carte d'abonnement du trafic intérieur français, en toute classe, pour leur valeur à plein tarif au jour de leur acceptation, étant précisé qu'ils ne seront acceptés que pour des perceptions d'un montant au moins égal à cette valeur et que, d'autre part, il sera tenu compte des avantages tarifaires dont bénéficient normalement certaines catégories spéciales d'usagers (billets de congés payés, de membres de famille nombreuse, de groupe, etc.).

... »

N.B. — Une seconde tranche fut émise en 1953 aux mêmes conditions; puis encore, réédition en 1955, avec une légère modification: le terme est réduit à 3½ ans; *idem* en 1956, avec quelques nouvelles variantes, d'intérêt négligeable.

IX. *Les parts de production d'Electricité de France, service national, 1952/1967*

Arrêté du 15 octobre 1952¹.

« Article premier. — ... Electricité de France, service national, est autorisée à émettre pour le financement de ses travaux de premier établissement des parts de production négociables. »

« Art. 2. — Le revenu des parts... est égal au prix de vente moyen de 100 kilowatts-heure..., sans pouvoir être inférieur à 720 fr.

...

Le prix de vente moyen du kilowatt-heure est le quotient obtenu en prenant comme dividende le montant, pour le dernier exercice comptable clos avant l'échéance considérée, des recettes d'électricité..., et comme diviseur le nombre de kilowatts-heure vendus pendant la même période...

... »

« Art. 3. — ...

Le prix de rachat d'un titre appartenant à une série sortie au tirage et non racheté au cours des années antérieures en vertu des dispositions de l'article suivant² est égal à vingt fois le revenu payable dans l'année du tirage, sans pouvoir être inférieur à 16.000 fr.³. »

¹ *J. O.*, n° 249, du 17 octobre 1952, p. 9861.

² Dénonciation du prêteur en vue d'un rachat anticipé... au prix d'émission seulement !

³ Soit donc le prix d'émission (art. 11).

X. L'emprunt « Pinay » : « de l'or qui rapporte ! », 1952/2012

Loi n° 52-565 du 21 mai 1952 autorisant... un emprunt à capital garanti et bénéficiant d'exemptions fiscales ¹.

« Article unique. — Le ministre des finances est autorisé à émettre un emprunt dont le capital bénéficiera d'une garantie fondée sur le cours de l'or.

...

Les plus-values éventuelles de cession ou de remboursement seront exonérées... »

Décret n° 52-583 du 26 mai 1952 ²...

« Art. 5. — ...

La valeur... ³ sera égale, pour une coupure de 100.000 fr. de capital nominal, à 25 fois la moyenne des cours de la pièce d'or française de 20 fr. pratiqués sur le marché libre des matières d'or de Paris au cours des cent dernières bourses précédant le 15 mai ou le 15 novembre ⁴, tels que ces cours sont publiés au *Bulletin de la cote des agents de change de Paris*. Toutefois, en aucun cas, cette valeur ne sera inférieure au prix d'émission.

... »

XI. Obligations de la Société anonyme des entreprises A. Monod, réservées à un groupe de neuf compagnies d'assurance ⁵, 1952/1972

« ...

« Prime d'intéressement. — En plus de l'intérêt et de l'amortissement, la société s'engage à donner aux obligataires une prime d'intéressement variable.

Le montant V de la prime d'intéressement pour chaque obligation sera fixé chaque année à partir d'une base de référence V_0 , en fonction du chiffre des salaires M, du prix de l'acier A et du prix du ciment C, rapportés à des bases de référence M_0 , A_0 , C_0 , les trois éléments M, A et C étant définis ci-après :

La base de référence V_0 est fixée à 69,40 fr. par obligation, sur la base des indices M_0 , A_0 , C_0 en vigueur le 1^{er} avril 1953.

¹ J. O., n° 123, du 22 mai 1952.

² J. O., n° 127, du 26 mai 1952, pp. 5328 et 5329.

³ De reprise, pour les obligations échues (tirées au sort), ou pour celles remises en paiement des droits d'enregistrement sur les mutations... (art. 4).

⁴ Pour mise en application dès les 1^{er} juin et 1^{er} décembre suivants.

⁵ B.A.L.O., n° 19, du 11 mai 1953, pp. 530 et 531.

...

Définition de M. — L'index M représente le salaire horaire net d'une équipe-type composée d'un manoeuvre 2^e échelon, d'un ouvrier spécialisé 2^e échelon et de deux compagnons 2^e échelon, tel qu'il figure au bordereau du taux normal et courant des salaires en vigueur dans l'industrie du bâtiment et des travaux publics arrêté par M. le préfet de la Seine :

$$M_0 = \text{valeur au 1^{er} avril 1953}$$

Définition de A et C. — L'index A représente le prix de base, par tonne, par wagon complet départ usine, des laminés marchands Thomas, en suspension de la taxe à la production, taxe sur les transactions comprise, connu au 1^{er} avril des années 1953 à 1972 et figurant sur le dernier numéro du *Moniteur des travaux publics et du bâtiment* paru avant ces dates.

L'index C représente le prix de la tonne nue, départ usine, taxes à la production et sur les transactions non comprises, de ciment portland artificiel, 160/250 pour la région du Centre, connu au 1^{er} avril des années...

$$A_0 \text{ et } C_0 = \text{valeur au 1^{er} avril 1953}$$

...

L'expression : $I = I_0 (0,50 + 0,20 \frac{M}{M_0} + 0,20 \frac{A}{A_0} + 0,10 \frac{C}{C_0})$ constitue

l'indice I en fonction duquel est calculée la prime d'intéressement...

L'indice de référence $I_0 = I$, sous réserve de ce qui sera dit plus loin.

... la prime d'intéressement V est calculée à partir de la base de référence V_0 par la formule :

$$V = V_0 \times \frac{I}{I_0} + 802,40 \left(\frac{I}{I_0} - 1 \right), \dots$$

La prime V pourra donc augmenter ou diminuer en fonction des facteurs de l'activité industrielle et commerciale de la société.

Si... l'index I... se trouvait inférieur à l'index I_0 , la masse des obligataires serait en droit de demander et d'obtenir que, pour l'échéance considérée, la prime d'intéressement soit évaluée à sa valeur de base V_0 ... et, éventuellement, que, pour les échéances suivantes, l'indice de référence soit défini et calculé à une nouvelle date de référence, à définir d'un commun accord entre la masse des obligataires et la société et, en tout cas, postérieure au 1^{er} avril 1953.

Remboursement anticipé. — La société aura la faculté de procéder au remboursement anticipé de l'emprunt, à l'une quelconque des échéances

annuelles, lorsque la somme de l'annuité constante et de la prime d'intéressement atteindra deux fois la somme de l'annuité constante et de la prime d'intéressement telle que cette dernière est fixée pour la première annuité. »

XII. *Emprunt de la Société métallurgique de Normandie*¹, 1953/1978

« ...

« En plus de l'annuité constante de 764 fr., chaque obligation recevra une prime d'intéressement dont l'existence est considérée comme constituant la cause déterminante de la souscription des présentes obligations; cette prime d'intéressement variera en fonction d'un index lié à la productivité de l'usine de Mondeville au cours de l'année civile précédant une échéance de cette prime et défini par le rapport suivant:

$$\frac{\text{montant total des ventes de tous produits fabriqués} \\ \text{par l'usine de Mondeville}}{\text{tonnage des produits sidérurgiques vendus}}$$

Pour la détermination de ce tonnage, les produits ou demi-produits d'acier seront comptés pour leur poids réel et ceux en fonte solide seront comptés pour la moitié de leur poids réel. Cet index représente donc la valeur, à la tonne d'acier vendue, de l'ensemble des diverses productions écoulées...

L'index de référence sera celui de l'année 1953.

... la prime d'intéressement sera égale au produit de 157 fr. multiplié par le coefficient d'augmentation de l'index annuel calculé sur l'année civile précédant l'échéance, par rapport à l'index de référence.

La société se réserve la faculté de procéder au remboursement anticipé de l'emprunt à la première des échéances annuelles à l'occasion de laquelle il serait constaté que... la somme de l'annuité constante et de la prime d'intéressement atteindrait ou dépasserait quatre fois le montant de cette annuité constante...

... »

XIII. « *Pechiney* » (*Compagnie de produits chimiques et électrométallurgiques*). Emprunt par obligations, 1953/1981²

« ... Ces obligations rapporteront:

...

Un intérêt supplémentaire variable avec les dividendes bruts versés au capital actions, et, éventuellement, à tous titres représentant un

¹ B.A.L.O., n° 1, du 5 janvier 1953, pp. 16 à 18.

² B.A.L.O., n° 4, du 26 janvier 1953, pp. 114 à 117.

droit statutaire dans la répartition des bénéfices, quelles que soient les causes pour lesquelles ces titres seraient créés; toutefois, pour le calcul de l'intérêt variable, il ne sera pas tenu compte de la fraction du capital-actions provenant directement des augmentations de capital qui seraient effectuées en espèces ou par voie d'apport en nature, postérieurement à la présente émission.

Le dividende brut pris pour référence sera le montant... afférent à l'exercice 1951, payé en 1952, soit 729.128.400 fr.

Si la moyenne des dividendes bruts votés par les deux assemblées générales précédant l'échéance de coupon est, pour la part afférente au capital déterminé ci-dessus, ainsi, qu'éventuellement, pour tous autres titres représentant un droit statutaire dans la répartition des bénéfices, supérieure au dividende de référence, l'intérêt total alloué... sera l'intérêt fixe... majoré dans une proportion égale au tiers du pourcentage d'augmentation de cette moyenne par rapport au dividende de référence.

...

Réserves. — Pour les calculs qui précèdent, les bénéfices dont la distribution aura été décidée... seront majorés d'un montant égal au montant total des prélèvements... sur les bénéfices nets pour le porter en réserve... ou pour le reporter au profit d'exercices ultérieurs..., (à l'exclusion du report à nouveau...). Lors de leur répartition, ces réserves ou bénéfices n'interviendront pas pour le calcul de l'intérêt supplémentaire variable.

Si des réserves constituées par voie de prélèvement sur les bénéfices nets des exercices antérieurs à l'exercice 1953 ou, quelle que soit la date de leur constitution, des réserves autres que celles provenant des bénéfices nets, sont mises en répartition (autrement que par voie d'incorporation au capital social), le dividende de l'exercice au cours duquel aura lieu cette répartition, et celui des exercices ultérieurs seront, pour le calcul de l'intérêt supplémentaire..., majorés d'un montant égal à 5% du total des sommes réparties ou de la valeur en capital, déterminée comme suit, de la totalité des titres qui seront distribués ¹.

Titres cotés. — Valeur en capital = cours moyen des titres pendant le trimestre précédant la date de mise en répartition, sans pouvoir être inférieure au nominal, ni à 20 fois la moyenne des trois derniers dividendes bruts ou intérêts annuels mis en paiement.

¹ Nous nous excusons auprès de nos lecteurs de cette longue reproduction d'un texte substantiel; l'ampleur de l'original dépassant le double de ce que nous avons repris, les dits lecteurs nous pardonneront certainement le recours passager à un style télégraphique visant à restreindre le volume de notre extrait.

Titres non cotés. — Valeur en capital = 20 fois la moyenne... sans pouvoir être inférieure au nominal.

Droits de souscription. — La valeur en capital est fonction de :

- a) valeur en capital des titres (cotés et non cotés) dont les droits auront été exercés, selon méthode de calcul ci-dessus ;
- b) rapport entre nombre total des titres nouveaux, et nombre total des titres anciens avec droit préférentiel de souscription ;
- c) prix de souscription des actions nouvelles.

Droits d'attributions gratuites. — Valeur en capital fonction de :

- a) cf. a) ci-dessus ;
- b) cf. b) ci-dessus.

...

Remboursement du capital-actions. — Même majoration de 5%, sur remboursement pour amortissement ou réduction du capital-actions.

Prime de remboursement variable des obligations. — A chaque échéance, le prix de remboursement sera le pair... augmenté d'une prime égale à 20 fois le montant de l'intérêt supplémentaire variable tel qu'il aura été établi pour cette échéance ; ...

...

Amortissement anticipé. — ...

Si le remboursement anticipé a lieu en dehors d'une date normale d'échéance, le prix de remboursement sera celui... fixé à l'échéance précédente,... sans pouvoir être inférieur au prix... déterminé en prenant pour base de calcul... le dividende global... ayant immédiatement précédé... le remboursement anticipé...

...

Ni les obligataires, ni les représentants de leur masse ne pourront se prévaloir de leurs droits à un intérêt et une prime de remboursement variable éventuels,... pour prétendre exercer un droit de contrôle sur les affaires sociales ou s'y immiscer.

Il ne leur sera pas permis, notamment, de discuter les dotations ou imputations effectuées dans tous comptes par l'assemblée générale des actionnaires ou le conseil d'administration.

La compagnie aura uniquement à faire connaître aux représentants de la masse les décisions relatives à la fixation des dividendes, aux prélèvements sur les bénéfices nets et aux répartitions de réserves, dans la mesure où ces décisions intéresseront... le calcul de l'intérêt supplémentaire et de la prime de remboursement variables éventuels. »

XIV. *Société d'outillage mécanique et d'usinage d'artillerie (SOMUA). Usines Bouhey, Farcot et Champigneul*¹, 1953/1978

« ...

En plus... chaque obligation bénéficiera d'une prime d'intéressement qui variera en fonction d'un index lié à la productivité de la société émettrice et défini par le rapport suivant :

$$\frac{\text{Montant total des ventes de la société}^2}{\text{Nombre des heures de main-d'œuvre directe}^3 \text{ année considérée}}$$

...

... la prime d'intéressement sera égale au produit de 157 fr. par le coefficient $\frac{I_k - I_0}{I_0}$, dans lequel I_k représente la valeur du rapport I susvisé pour l'année civile précédant celle de l'échéance, I_0 représentera la valeur de ce même rapport pour l'année 1952 (année de référence).
...⁴. »

XV. *Emprunt en kilomètres/tarif voyageur 3^{me} classe, de la Société nationale des Chemins de fer français*, 1953/1968

Décret n° 53-168 du 7 mars 1953⁵

« Article premier. — ... la Société nationale... est autorisée... à émettre des titres dont la valeur de remboursement et les intérêts varieront en fonction du niveau des tarifs de chemins de fer.

... »

Arrêté du 7 mars 1953⁶.

« Article premier. — ... la Société... est autorisée à émettre des bons d'une durée maximum de 15 ans, dont le prix de remboursement et les produits varieront comme le tarif de transport voyageurs en 3^{me} classe,... »

« Art. 3. — ... chacune des années..., un quinzième des bons émis, ... sera remboursé... au choix du porteur :

¹ *B.A.L.O.*, n° 5, du 2 février 1953, pp. 139 à 142.

² « Ventes hors taxes fiscales et déduction faite des commissions aux intermédiaires, facturées par la société au titre de tous les produits fabriqués dans ses usines pendant l'année considérée. »

³ « Nombre d'heures de travail directement productif imputé aux commandes de fabrication exécutées par les usines de la société pendant la même année. »

⁴ Nous aurions encore à insérer ici deux alinéas absolument identiques à ceux clôturant l'exemple XII.

⁵ *J. O.*, n° 58, du 8 mars 1953, p. 2245.

⁶ Même publication, p. 2246.

Soit en espèces pour un montant égal à deux mille fois le prix de base kilométrique du billet voyageur 3^{me} classe, calculé d'après le tarif en vigueur à la date d'échéance de l'amortissement et, au minimum à 10.000 fr. ¹;

Soit en coupons de transport gratuit correspondant à un parcours de 2100 kilomètres en 3^{me} classe à tarif plein et utilisables... pendant deux années à partir de la date d'échéance de l'amortissement.

... »

« Art. 4. — ... les bons donneront droit, à titre d'intérêt et au choix du porteur :

Soit à une somme égale à quatre-vingt-dix fois le prix de base kilométrique du billet voyageur 3^{me} classe, calculé d'après le tarif en vigueur à la date d'échéance de l'intérêt, et, au minimum, à 450 fr.;

Soit à un coupon de transport gratuit correspondant à un parcours de 100 kilomètres en 3^{me} classe à tarif plein et utilisable... pendant deux années, à partir de la date d'échéance de l'intérêt. »

« Art. 5. — Les coupons... au porteur... seront acceptés en règlement... de toutes prestations de transport du trafic intérieur français (billets ou cartes d'abonnement en toutes classes, bagages, marchandises, etc.) ²... »

XVI. *Société d'hygiène dermatologique de Vichy*
(*Vichy source de Beauté*) ³, 1953-1980

« ...

Lesdites obligations... produiront... :

1^o un intérêt fixe...;

2^o un intérêt variable égal pour chaque obligation à un cinq millième ⁴ de la somme correspondant à 1% (un pour cent) du chiffre d'affaires annuel de la société tel qu'il résultera du compte d'exploitation..., sans toutefois que cet intérêt variable puisse excéder 12% (douze pour cent) du nominal de l'obligation. »

XVII. *Emprunt indexé des Charbonnages de France*, 1953/1962

Décret n° 53-398 du 8 mai 1953 ⁵...

« Article premier. — ... les Charbonnages de France sont autorisés à émettre... un emprunt... dont le prix de remboursement sera établi

¹ Soit donc la valeur nominale à payer à la souscription (art. 2).

² La suite comme vu précédemment (spécimen VIII, dernier alinéa).

³ *B.A.L.O.*, n° 11, du 16 mars 1953, pp. 344 et 345.

⁴ Un cinq millième... car 5000 obligations ont été émises.

⁵ *J. O.*, n° 109, du 10 mai 1953, p. 4251.

en fonction de l'indice des prix de vente en gros des charbons français. »

... »

Arrêté du 8 mai 1953 ¹...

« ...

« Art. 5. — Le prix net de remboursement... sera obtenu en majorant le capital nominal... d'un pourcentage égal à celui de l'augmentation de l'indice du prix de gros des charbons français entre le deuxième semestre 1952 et l'année 1961. Ce prix de remboursement ne sera en aucun cas inférieur à 10.000 fr. ².

L'indice... est... publié par l'Institut national de la statistique et des études économiques (bulletin mensuel, tableau VII, n° 82). Les valeurs faisant foi pour le calcul du prix de remboursement seront, pour le deuxième semestre 1952, la valeur 144, et pour 1961, la valeur moyenne de l'année telle qu'elle sera publiée dans le dernier bulletin mensuel paru avant le 15 avril 1962. »

... »

XVIII. *Obligations de l'entreprise Clauson* ³, 1953/1963

« ...

Lesdites obligations... bénéficieront en outre, éventuellement, d'un intérêt variable consistant dans une participation globale de 10% dans les bénéfices nets annuels de la société résultant de l'exercice précédent...

Il a été spécifié que... cet intérêt variable ne saurait revêtir un caractère cumulatif... et, ... dans le cas de pertes sociales... aucune participation dans les bénéfices annuels avant l'extinction complète de ces pertes.

... »

XIX. « *Emprunt acier* » du *Groupeement de l'Industrie sidérurgique*, pour faciliter la reprise et le développement de la production (G.I.S.) ⁴ 1953/1973

« ...

En cas d'augmentation du prix de l'acier et d'accroissement de la production d'acier en France, les obligations... recevront une bonification supplémentaire s'ajoutant à l'intérêt minimum ainsi qu'au principal

¹ J. O., n° 109, du 10 mai 1953, p. 4251.

² Soit donc le nominal souscrit et versé.

³ B.A.L.O., n° 23, du 8 juin 1953, pp. 666 et 667.

⁴ B.A.L.O., n° 44, du 2 novembre 1953, pp. 1403 et 1405.

des obligations appelées au remboursement ¹, et variable, pour chaque échéance...

Cette bonification supplémentaire sera, tant pour l'intérêt que pour le principal, la somme de deux éléments déterminés :

Le premier, d'après le prix moyen annuel de la tonne d'acier, c'est-à-dire de la moyenne mensuelle des prix des « laminés marchands Thomas » telle qu'elle est établie par l'Institut national de la statistique et des études économiques, déduction faite des taxes fiscales comprises dans ces prix ;

Le deuxième, d'après le tonnage d'acier brut de toutes catégories produit annuellement en France par l'ensemble de l'industrie sidérurgique, tel qu'il est établi par le même Institut.

Le prix moyen afférent à l'année 1952, arrondi à 30.000 fr., et le tonnage produit pendant la même année, arrondi à 10.500.000 tonnes, seront pris comme références.

Le prix et le tonnage afférents à l'année civile précédant une échéance d'intérêt et d'amortissement de l'emprunt constitueront les éléments annuels de comparaison.

La double bonification supplémentaire sera calculée au prorata des pourcentages d'augmentation des éléments annuels de comparaison par rapport aux références, et sur les bases suivantes :

A. — Si, pour une année, le prix moyen de l'acier est supérieur à 30.000 fr., l'intérêt minimum des obligations en circulation et la valeur nominale des titres appelés au remboursement seront, pour une augmentation de 1% de ce prix et par obligation, majoré de :

1,50 fr. pour l'intérêt ;
25 fr. pour le prix de remboursement.

B. — D'autre part, si, pour la même année, la production d'acier dépasse 10.500.000 tonnes, l'intérêt minimum... et la valeur nominale... seront, pour une augmentation de 1% de la production et par obligation, majorés de :

0,60 fr. pour l'intérêt ;
10 fr. pour le prix de remboursement.

En cas d'augmentation simultanée du prix et de la production, les deux majorations ainsi calculées seront additionnées.

L'abaissement éventuel de l'un des éléments de comparaison au-dessous de la référence correspondante restera sans effet sur les majorations pouvant résulter de l'augmentation de l'autre de ces éléments.

... »

¹ Savoir: le pair de 10.000 F, augmenté d'une prime minimum de remboursement de 500 F.

XX. *Parts indexées de Gaz de France, service national, 1953/1971*

Décret n° 53-1171 du 21 novembre 1953 ¹.

« Article premier. — ... Gaz de France est autorisé à émettre... un emprunt dont les intérêts et le prix de remboursement varieront en fonction de l'indice du prix de vente moyen du mètre cube de gaz. »

Arrêté du 21 novembre 1953 ².

« Art. 2. — Le revenu des parts... est égal au prix de vente moyen de 25 mètres cubes de gaz à 4200 calories... sans pouvoir être inférieur à 525 fr.

Le prix de vente moyen du mètre cube de gaz à 4200 calories est le quotient obtenu en prenant comme dividende le montant, pour le dernier exercice comptable clos avant l'échéance considérée, des recettes totales produites chaque année par la vente du gaz, y compris celles provenant des exploitations en régie intéressée gérées par Gaz de France, mais non comprises les taxes et redevances annexes, et, comme diviseur, le nombre de mètres cubes de gaz à 4200 calories vendus pendant la même période...

... »

« Art. 3. — ...

Le prix de remboursement des parts... est égal à vingt fois le revenu payable dans l'année du tirage, sans toutefois pouvoir être inférieur à 11.500 fr. ³. »

... »

XXI. *Caisse foncière de crédit pour l'amélioration du logement dans l'industrie* ⁴

« ...

Les obligations... bénéficieront de bonifications supplémentaires s'ajoutant à l'intérêt minimum ainsi qu'au montant nominal des obligations appelées au remboursement ⁵.

L'intérêt annuel de base... sera majoré, en fonction de l'augmentation moyenne, au cours des quatre trimestres civils précédant l'échéance annuelle, de l'indice du coût de la construction des immeubles à

¹ J. O., n° 282, du 29 novembre 1953, p. 10.678.

² J. O., n° 289, du 8 décembre 1953, p. 10.917.

³ Soit donc le prix d'émission stipulé à l'article 9.

⁴ B.A.L.O., n° 106, du 6 septembre 1954, pp. 4308 à 4310.

⁵ Minimum 10.500 F, soit le pair majoré d'une prime de 500 F.

l'usage d'habitation, tel qu'il aura été publié par le *Bulletin mensuel de statistique* de l'Institut national de la statistique et des Etudes économiques, ladite majoration étant de 50% du pourcentage d'augmentation de l'indice.

La même majoration s'appliquera au nominal des obligations appelées au remboursement...

L'indice pris pour base de calcul sera celui du deuxième trimestre de 1954, soit 100.

...

Il résulte de cette indexation que toute hausse moyenne de 1% de l'indice du coût de la construction au cours des quatre trimestres considérés entraînera, par obligation, une majoration de :

3 fr. pour l'intérêt;
50 fr. pour la prime de remboursement.

En conséquence, les majorations seront égales au produit respectif des sommes de 3 fr. et 50 fr., par le pourcentage d'augmentation de l'indice du coût de la construction.

... »

XXII. *Société des Etablissements Charles Testut*¹, 1954/1974

« ...

En outre, la masse des obligations aura droit annuellement, avec le paiement du coupon d'intérêt, à un tantième sur le résultat bénéficiaire du dernier exercice approuvé par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires, tantième fixé par le rapport suivant :

$$T = \frac{\text{résultat bénéficiaire} \times \text{montant des obligat. émises et non amorties}}{\text{capital} + \text{réserves}}$$

Ce tantième sera réparti à chaque obligation proportionnellement au nombre des obligations non amorties.

... »

XXIII. *Emprunt de « Laiterie Dijonnaise »*², 1955/1967

« ...

Les présentes obligations sont indexées sur le cours du lait.

... »

¹ B.A.L.O., n° 136, du 15 novembre 1954, pp. 5257 à 5259.

² B.A.L.O., n° 14, du 31 janvier 1955, pp. 619 et 620.

XXIV. *Manufacture française des pneumatiques Michelin*¹, 1955/1975

« ...

Ces obligations bénéficieront d'une bonification supplémentaire s'ajoutant à l'intérêt ainsi qu'au principal des obligations appelées au remboursement² et variable pour chaque échéance dans les conditions ci-après :

Cette bonification... sera... la somme de deux éléments déterminés :

- 1^o le premier, d'après le « tonnage » des articles en toute gomme vendus par la société, équipant les roues de tous véhicules et moyens de transport ;
- 2^o le deuxième, d'après le « prix à la tonne » obtenu en divisant le chiffre d'affaires total annuel de la société (tel qu'il résulte de ses déclarations mensuelles aux contributions indirectes, mais sous déduction des taxes existant à ce jour, afférentes audit chiffre d'affaires et de celles qui pourraient leur être ajoutées ou substituées), par le tonnage des articles visés ci-dessus vendus au cours de l'année correspondante.

La moyenne des « tonnages » afférents aux années civiles 1953 et 1954, arrondie à 85.300 tonnes, et la moyenne des « prix à la tonne » afférents aux mêmes années, arrondie à 531.000 fr., seront prises comme références.

Les éléments annuels de comparaison seront respectivement la moyenne des « tonnages » et la moyenne des « prix à la tonne »... des deux années civiles précédant chaque échéance d'intérêt et d'amortissement de l'emprunt.

La double bonification supplémentaire dont bénéficieront les obligations sera calculée au prorata des pourcentages d'augmentation des éléments annuels de comparaison par rapport aux références et sur les bases suivantes :

a) Si, pour une échéance déterminée, le « tonnage de comparaison » est supérieur à 85.300 tonnes, l'intérêt minimum des obligations en circulation et la valeur nominale des titres appelés au remboursement seront, pour une augmentation de 1% de ce tonnage, majorés de :

0,55 fr. pour l'intérêt ;

10 fr. pour le prix de remboursement, par obligation ;

b) d'autre part, si pour la même échéance le « prix de comparaison à la tonne » dépasse 531.000 fr., l'intérêt minimum... et la

¹ B.A.L.O., n° 38, du 28 mars 1955, pp. 1731 à 1733.

² Au minimum le pair plus une prime de 500 F.

valeur nominale... seront, pour une augmentation de 1% de ce prix, majorés de:

0,825 fr. pour l'intérêt;
15 fr. pour le prix de remboursement, par obligation.
... 1. »

XXV. *Société métallurgique de Knutange*², 1955/1980

« ...

« ... intérêt supplémentaire et... prime de remboursement seront fonction des deux éléments suivants:

- 1^o le « tonnage annuel des produits sidérurgiques » vendus par la société;
 - 2^o le rapport entre le chiffre d'affaires « hors taxes fiscales » total réalisé par la société au cours d'une année et le « tonnage des produits sidérurgiques » vendus lors de cette même année...
- ... »

(Nous n'avons repris, intentionnellement, que la base d'application de l'index, cette fois, car les autres dispositions du libellé ne nous apportent aucun nouvel élément inédit.)

XXVI. *L'Emprunt national 1956, dit aussi « emprunt Ramadier » ou « emprunt Algérie »*, 1956/1971

Loi n° 56-760 du 2 août 1956 portant, pour les dépenses militaires de 1956: 1^o ouverture et annulation de crédits; 2^o création de ressources nouvelles; 3^o ratification de décrets³.

« ...

SECTION IV.

Dispositions financières.

Art. 14. — Pour contribuer à la couverture des dépenses militaires rendues nécessaires par les événements d'Algérie, le Gouvernement émettra en 1956 un emprunt amortissable assorti d'une indexation et qui pourra comporter des avantages spéciaux et des exonérations fiscales particulières...

A concurrence de la différence entre le produit de cet emprunt et un plafond qui ne pourra excéder 150 milliards de francs, le Gouvernement

¹ Deux alinéas suivent, similaires à ceux terminant l'exemple n° XIX.

² *B.A.L.O.*, n° 107, du 5 septembre 1955, pp. 4564 à 4567.

³ *J. O.*, n° 179, du 3 août 1956, pp. 7279 à 7291.

est autorisé à instituer en 1956, en tant que besoin... les taxes ou majorations d'impôts suivantes.

Décret n° 56-880 du 3 septembre 1956 relatif à l'émission d'un emprunt national 5% amortissable en quinze ans¹.

« ...

Art. 4. — La valeur de remboursement des titres variera en fonction de l'évolution des cours des valeurs mobilières françaises. Toutefois, elle ne sera en aucun cas inférieure au pair.

Les cours... seront exprimés par un indice moyen annuel égal à la moyenne arithmétique des deux indices suivants publiés par l'Institut national de la statistique et des études économiques: l'indice des valeurs françaises à revenu variable et l'indice des valeurs françaises à revenu fixe et indexé.

La valeur de remboursement... sera déterminée chaque année en multipliant la valeur nominale par l'indice moyen... de l'année immédiatement précédente et en divisant ce produit par l'indice moyen de l'année 1955.

Art. 5. — Les titres de l'emprunt ne pourront être remboursés par anticipation.

Art. 6. — ...

Les plus-values de remboursement du capital provenant des dispositions de l'article 4 ci-dessus sont exemptes de la surtaxe progressive sur le revenu des personnes physiques pendant toute la durée de l'emprunt.

Art. 7. — ...

...

La valeur de remboursement fixée chaque année sera retenue comme valeur de reprise des titres admis en paiement des droits de mutation...

... »

Avant de clore cette énumération de cas d'espèces, nous citons encore brièvement, dans l'intention de diversifier les sources, quelques emprunts italiens comportant également des majorations de capital et d'intérêt, ou des primes partiellement différées, réparties sous forme de lots en nature, de biens matériels ou de prestations en services².

¹ J. O., n° 206, du 5 septembre 1956, pp. 8448-49.

² Ces extraits sont tirés de la publication intitulée: *Indici e dati relativi ad investimenti in titoli quotati nelle borse italiane (1938-1954)*, éditée le 2 août 1954 à Milan par MEDIOBANCA — Banca di Credito Finanziario, pages 8 à 13.

Obbligazioni di enti di diritto pubblico.

Istituto Ricostruzione Industriale (Serie speciale Gestione Iri-Ferro), 1948-50/1957

Interesse annuo: 4.50%. Maggiorazione annua pari alla differenza fra il 150% del dividendo netto percentuale pagato sulle azioni Finsider e l'interesse del 4.50%, nella misura del 75% della differenza sino a un dividendo netto percentuale del 5.50%, e del 50% per la quota eccedente il 5.50%.

Rimborso... alla pari, più quota parte (riferibile alle azioni della gestione speciale corrispondenti alle obbligazioni da rimborsare) riserva legale della Finsider.

Istituto Ricostruzione Industriale (Serie speciale Gestione Iri-Mare) 1949-1959

Interesse annuo: 5%. Maggiorazione annua pari al 75% della differenza fra il dividendo netto percentuale pagato sulle azioni Finmare e l'interesse del 5%.

Rimborso... alla pari, più quota parte... riserva legale della Finmare.

Istituto Ricostruzione Industriale (Serie speciale Gestione Iri-Meccanica), 1948-49/1958

Interesse annuo: 5.50%. Maggiorazione annua pari al 50% della differenza fra il dividendo... Finmeccanica e l'interesse...

Rimborso... alla pari, più quota parte...

Obbligazioni — Private.

Franco Tosi, 1948/1968 e 1949/1961 ¹

Interesse annuo: 6%. Maggiorazione annua nella misura del 0.25% per ogni 1% di dividendo azionario oltre il 6%.

Ing. C. Olivetti & C., 1953/1973 ²

Interesse annuo: ... ; premi: sorteggio annuale di 240 macchine per scrivere Olivetti studio negli anni dal 1955 al 1958.

¹ « Indici e dati... », *op. cit.*, pp. 18 et 19.

² « Indici e dati... », *op. cit.*, pp. 18 et 19.

Strade Ferrate Secondarie Meridionali, 1949/1974 ¹

Interesse annuo: ... ; premi: sorteggio di 5 villini nel villaggio alpino di Monte Faito, nel 1954.

Nous terminons notre énumération de spécimens remarquables par la mention d'un emprunt indexé offert en souscription publique par l'Union suédoise des Coopératives de Consommation, à Stockholm, en 1951.

Kooperativa förbundet ², 1952-1972

- remboursement, à l'échéance, à la valeur nominale en tout cas,
- plus compensation de la perte éventuelle du pouvoir d'achat de la monnaie,
- dans une mesure toutefois limitée à 50% du nominal, au maximum,
- sur la base des variations du niveau de l'index officiel du coût de la vie, à partir de 1951.

L'emprunt est destiné à financer des investissements productifs et à améliorer des installations existant déjà.

¹ Même origine, pages 26 et 27.

² Extrait du prospectus d'émission des obligations.

Obbligazi

J
fra
e '
c'

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
AVANT-PROPOS	5
INTRODUCTION	7

PREMIÈRE PARTIE

Les emprunts-obligations ordinaires

CHAPITRE I: <i>Origines des emprunts par obligations</i>	15
§ 1. Origine matérielle: le volume	15
§ 2. Origine historique	16
§ 3. Origine fonctionnelle: la répartition dans le temps	17
§ 4. La fonction d'anticipation	18
§ 5. La fonction de répartition dans le temps	20
§ 6. Origine politique et sociale	22
§ 7. Origine économique	25
CHAPITRE II: <i>Technique de l'emprunt par obligations</i>	28
§ 1. Volume de l'emprunt	28
§ 2. Montant de l'emprunt	29
§ 3. Subdivision des emprunts et forme des obligations	30
§ 4. Durée de l'emprunt	31
§ 5. Echéance de l'emprunt	34
§ 6. La liquidité des obligations	36
§ 7. Le rendement des obligations	38
A. L'intérêt	38
B. Les primes	39
C. Les lots	41
D. Paiement anticipé de l'intérêt	42
E. Garantie contractuelle contre toute réduction du taux	43
F. Immunités fiscales	43
G. Anonymat	44
H. Avantages accessoires, éventuels et ultérieurs	44
§ 8. Garanties contractuelles des emprunts	45

	Pages
CHAPITRE III: <i>Application et pratique</i>	48
§ 1. Emission de l'emprunt	48
§ 2. Placement de l'emprunt	49
§ 3. Souscription de l'emprunt	51
§ 4. Libération des obligations	54
§ 5. Remboursement des emprunts et des obligations . .	54
§ 6. Conversion d'emprunts et conversions en emprunt . .	58
§ 7. Non-remboursement des emprunts	59
§ 8. Critères d'appréciation, risques spécifiques et risques généraux	60

DEUXIÈME PARTIE

Les emprunts-obligations et l'économie monétaire

CHAPITRE IV: <i>Temps et monnaie</i>	65
§ 1. Instabilité du pouvoir d'achat de la monnaie	65
§ 2. Conséquences de la dépréciation monétaire pour les contrats de prêt à terme	66
§ 3. Conséquences particulières de l'instabilité du pouvoir d'achat de la monnaie	69
§ 4. Nominalisme et éthique	70
§ 5. Question d'éthique	73
§ 6. Précautions, mesures de défense, contre-offensive . .	75
CHAPITRE V: <i>Mesures de protection contre la dévalorisation</i> . . .	78
§ 1. La clause « monnaies réelles » dans l'histoire économique	78
§ 2. La clause-or dans les Temps modernes	81
§ 3. Théorie de la clause-or	83
§ 4. Clause-or et droit monétaire	84
§ 5. La clause-or devant le droit	88
§ 6. La clause-or devant les tribunaux	89
§ 7. Disparition de la clause-or	92
§ 8. Autres clauses d'effet (et de sort) similaires	93
§ 9. Clauses-matières, clauses-marchandises et clauses-services	95
§ 10. Quelques considérations sur les clauses-matières . . .	96

TROISIÈME PARTIE

Pages

Les emprunts indexés dans l'économie moderne

CHAPITRE VI: <i>Obligations munies de garanties financières ou économiques</i>	101
§ 1. Les diverses sortes d'obligations garanties	101
§ 2. Les obligations participantes	104
§ 3. Les obligations convertibles	105
§ 4. Les obligations indexées	107
§ 5. La double origine des obligations garanties	109
§ 6. La localisation des emprunts indexés dans le temps	110
§ 7. Localisation des emprunts indexés dans l'espace	112
§ 8. Le cas particulier de la France	114
§ 9. Le retentissement des emprunts indexés	116
§ 10. Spécimens d'emprunts indexés récents	117
CHAPITRE VII: <i>Analyse des index et de la façon de les appliquer</i>	120
§ 1. Généralités: index et indexation	120
§ 2. Nature des index	122
§ 3. Problèmes soulevés par les index fondés sur les résultats d'exercice	124
A. Augmentation des fonds propres par constitution de réserves	125
B. Mesures similaires d'autofinancement	126
C. Augmentation des fonds propres par émission d'actions	126
D. Modification du statut des réserves	126
E. Incorporations de réserves au capital social	127
F. Distribution de réserves	128
§ 4. Caractères de l'index	129
§ 5. Façon d'appliquer l'index, ou « indexation »	130
§ 6. Caractéristiques communes aux pratiques indexées en vigueur	134
§ 7. La nature des index	136
§ 8. Autres caractéristiques communes (suite)	138
A. Le risque d'appréciation éventuelle de la devise	138
B. Le risque de dépréciation technique	140
§ 9. La qualité des index	141
§ 10. La qualité des modes d'indexer	144
§ 11. Les éléments indexés	144

	Pages
CHAPITRE VIII: <i>La légalité des obligations indexées</i>	148
§ 1. Notion d'index et droit monétaire	148
§ 2. Le fondement légal du nominalisme monétaire	150
§ 3. La légitimité du recours à l'indexation des emprunts	153
I. Légitimation par l'évolution économique générale (le besoin d'investissement)	153
II. Légitimation de l'index par la coutume	154
III. Légitimation sociale	154
IV. Légitimation technique	154
§ 4. Essais de légalisation des formules d'index	155
§ 5. La légalité des références indexées	157
§ 6. La pratique face à la théorie	160
§ 7. Un libellé inédit des clauses d'emprunt	161
§ 8. Des titres nouveaux ?	162
§ 9. Modification des formules contestées	164
§ 10. Origine de l'intéressement	166
§ 11. Légitimation de l'intéressement	169
§ 12. Indexation, participation, et intéressement	171
§ 13. Références unilatérales et légalité	175
§ 14. Intéressement prétendu et indexation de fait	179
§ 15. Conclusions pratiques sur la légalité des obligations indexées	180
CHAPITRE IX: <i>Economie d'entreprise, emprunt, et dépréciation monétaire</i>	184
§ 1. Les sources du financement	185
§ 2. L'utilisation des capitaux dans l'entreprise	186
§ 3. Les rapports entre la provenance et la destination des fonds	188
§ 4. Les fonds étrangers et les autres éléments du bilan	190
§ 5. Le sort des capitaux empruntés dans l'entreprise en fonctionnement	194
§ 6. Remboursement des capitaux empruntés et corrélation des échéances	200
§ 7. Renouvellement du capital fixe, remboursement des capitaux empruntés, et corrélation des amortissements	202
§ 8. Les effets de la dépréciation monétaire sur l'entreprise et leurs conséquences pour les emprunts	205
§ 9. Dépréciation monétaire, fonctionnement de l'entre- prise et capitaux empruntés	208

§ 10. L'indexation des capitaux empruntés et ses répercussions sur l'économie de l'entreprise	211
I. L'indexation du fonds (capital de l'emprunt)	211
II. L'indexation du revenu (intérêt de l'emprunt)	213
III. Le financement des charges supplémentaires	213

CHAPITRE X: *L'indexation des obligations et les autres branches de la science économique et sociale* 215

§ 1. Les valeurs indexées parmi les obligations à revenu variable	215
§ 2. Défense de l'emprunteur par les obligations à revenu variable	217
§ 3. Les obligations à revenu variable et le prêteur	221
§ 4. Emprunts indexés et conjoncture économique	222
§ 5. Emprunts indexés et économie politique contemporaine	225
§ 6. Emprunts indexés et économie nationale	228
§ 7. Obligations indexées, économie politique et équité sociale	230
§ 8. Emprunts indexés et politique économique	233
§ 9. Emprunts indexés et finances publiques	235
§ 10. Quelques autres aspects des emprunts indexés	237

CONCLUSIONS	243
-----------------------	-----

BIBLIOGRAPHIE	247
-------------------------	-----

PUBLICATIONS DIVERSES	253
---------------------------------	-----

ANNEXE:

I et II. Caisse nationale de l'Energie	255
III. Charbonnages de France	256
IV. Electricité de France	257
V. S.A. forestière I.R.C.B.	257
VI. Comptoir de vente de cuirs et peaux	259
VII. Charbonnages de France	259
VIII. Société nationale des Chemins de fer français	260
IX. Electricité de France	261
X. Emprunt 3½% 1952 à capital garanti	262
XI. S.A. des Entreprises A. Monod	262
XII. Société métallurgique de Normandie	264
XIII. Péchiney	264
XIV. SOMUA	267

	Pages
XV. S.N.C.F.	267
XVI. Société d'hygiène dermatologique de Vichy	268
XVII. Charbonnages de France	268
XVIII. Entreprise Clauson	269
XIX. Groupement de l'Industrie sidérurgique	269
XX. Gaz de France	271
XXI. Caisse foncière de crédit	271
XXII. Société des Etablissements Charles Testut	272
XXIII. Laiterie Dijonnaise	272
XXIV. Manufacture française des pneumatiques Michelin .	273
XXV. Société métallurgique de Knutange	274
XXVI. Emprunt national 1956	274
Obbligazioni di enti di diritto pubblico	276
Obbligazioni — Private	276
Kooperativa förbundet	277

